

OTDK-dolgozat

2025

NEUMANN JÁNOS EGYETEM

GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR

**LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR ÁLLOMÁNYVÁLTOZÁSÁNAK VIZS-
GÁLATA 2013 ÉS 2023 KÖZÖTT**

**ANALYSIS OF CHANGES IN STOCKS OF HOUSEHOLD
GOVERNMENT SECURITIES**

Megyesi Attila

Konzulens: Dr. habil. Bárczi Judit

Kézirat lezárásának dátuma: 2024. 11. 13.

TARTALOMJEGYZÉK

1.	BEVEZETÉS	1
2.	SZAKIRODALOM FELDOLGOZÁSA	2
2.1.	PIACI MODELLEK.....	2
2.1.1.	<i>Négy szereplős piaci modell</i>	<i>2</i>
2.2.	MEGHATÁROZÓ PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSI FORMÁK	8
2.2.1.	<i>Bankbetét.....</i>	<i>9</i>
2.2.2.	<i>Kötvény.....</i>	<i>10</i>
2.2.3.	<i>Részvény</i>	<i>16</i>
2.2.4.	<i>Befektetési jegy.....</i>	<i>17</i>
2.3.	KOCKÁZAT – HOZAM ÖSSZEFÜGGÉS.....	19
2.3.1.	<i>Kockázat</i>	<i>19</i>
2.3.2.	<i>CAPM-modell.....</i>	<i>20</i>
2.4.	HÁZTARTÁSOK, MINT BEFEKTETŐK	23
3.	LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍROK VIZSGÁLATA	26
3.1.	ÁLLAMADÓSSÁG ÉS ÁLLAMPAPÍR KIBOCSÁTÁS	26
3.2.	HÁZTARTÁSOK MEGTAKARÍTÁSAINAK ALAKULÁSA A VIZSGÁLT IDŐSZAKBAN.....	32
3.3.	HÁZTARTÁSI MEGTAKARÍTÁSOK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSI FORMÁKBA ÁRAMLÁSA	40
3.4.	LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR KONSTRUKCIÓK ÖSSZEHASONLÍTÁSA	46
4.	KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK.....	59
5.	SZAKIRODALMI JEGYZÉK	64

TÁBLÁZAT- ÉS ÁBRAJEGYZÉK

1. táblázat: Bankbetétek előnyei és hátrányai	11
2. táblázat: Kötvénykibocsátás előnyei és hátrányai.....	15
3. táblázat: Reálkeresetekkel kapcsolatos releváns mutatók és munkanélküliség	38
4. táblázat: Hosszú és közép lejáratú lakossági állampapírok bemutatása.....	47
5. táblázat: Rövid lejáratú lakossági állampapírok bemutatása	55
1. ábra: Négy szereplős piaci modell Forrás: Bárczi és Sóvágó, 2019	4
2. ábra: Megtakarítások áramlása Forrás: Saját szerkesztés, Bánfi et al, 1997 alapján	8
3. ábra: Tőkepiaci egyenes Forrás: Saját szerkesztés, Pálinkó és Szabó, 2008, és Bárczi, 2022 alapján	22
4. ábra: Háztartások vagyonszerkezte Forrás: MNB (2020)	24
5. ábra: Államháztartási hiány alakulása forint- és devizaadósság szerinti bontásban Forrás: Saját szerkesztés, Államháztartás pénzügyi számlái alapján (MNB Statisztika)	27
6. ábra: A háztartások és a külföld finanszírozása az államadósságban Forrás: Saját szerkesztés, Államháztartás pénzügyi számlái alapján (MNB Statisztika)	29
7. ábra: Releváns tulajdonosi szektorok aránya a forint állampapírok piacán Forrás: Saját szerkesztés, Idősoros értékpapír statisztika adatai alapján (MNB Statisztika) ..	30
8. ábra: Finanszírozási képesség főmutató Forrás: Saját szerkesztés, Idősoros pénzügyi számlák adatai alapján (MNB Statisztika)	33
9. ábra: Háztartások megtakarítási rátája a nettó rendelkezésre álló jövedelem és végső fogyasztási kiadás alapján Forrás: Saját szerkesztés, Háztartások jövedelmi és fogyasztási adatai a nemzeti számlák alapján (KSH)	37
10. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek állományi alakulása Forrás: Saját szerkesztés, Háztartások pénzügyi számlái alapján (MNB Statisztika)	41
11. ábra: A háztartások hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjaiban végbement tranzakciók számai Forrás: Saját szerkesztés, Háztartások pénzügyi számlái alapján (MNB Statisztika)	43
12. ábra: Alap kamat, lekötött betétek évesített kamatának, kamatozó kincstárjegy kamatának és az infláció alakulása 2015 és 2017 között Forrás: Saját szerkesztés, MNB Statisztika és allampapir.hu lakossági kamat statisztika alapján Letöltés ideje: 2024.10.15., link: https://www.allampapir.hu/kamatok	44
13. ábra: A BMÁP piaci állomány, BMÁP éves kamatláb, valamint a jegybanki alapkamat alakulása 2021. és 2023. között Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok, BMÁP nyilvános ajánlattételek, és MNB Statisztika alapján	49
14. ábra: A PMÁP piaci állomány, PMÁP éves változó és hibrid kamatláb, valamint előző év azonos időszakán, havi alapon mért infláció alakulása 2021 és 2023 között	

Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok, PMÁP nyilvános ajánlattételek, és MNB Statisztika alapján	50
15. ábra: A MÁP+ piaci állományok, MÁP+ első sorozat és 2021-től aktuális sorozatainak, valamint a jegybanki alapkamat alakulása 2021 és 2023 között Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok, MÁP+ nyilvános ajánlattételek és MNB Statisztika alapján.....	52
16. ábra: 2021 és 2023 között kibocsátott, kiválasztott állampapírok éves kamatlábának és az infláció alakulása Forrás: Saját szerkesztés, egyes állampapírok nyilvános ajánlattételei alapján	53
17. ábra: A PMÁP, MÁP+ és BMÁP piaci állományainak alakulása 2021 és 2023 között Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok alapján	54
18. ábra: Az 1MÁP, DKJ és KTJ I piaci állományainak alakulása 2021 és 2023 között Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok alapján	56
19. ábra: A DKJ-k referenciahozamainak, a KTJ, valamint 1MÁP éves kamatlábainak alakulása 2021 és 2023 között. Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK referenciahozamok, valamint allampapir.hu lakossági kamat statisztika alapján Link: https://www.allampapir.hu/kamatok , Letöltés ideje: 2024.10.08.	57

1. BEVEZETÉS

Általánosságban megfogalmazható, hogy a lakosság számára egyre több megtakarítási lehetőség egyszerűen elérhetővé vált az elmúlt évtizedekben. Fogyasztói szempontból, alapvető figyelmet kellene fordítani az utóbbi időszakban érvényesült vágtató inflációra. Ennek fényében a különböző befektetési formák felkutatása és alkalmazása racionális döntésnek bizonyul. Az állampapírokba fektető, kockázatkerülő egyének köre az idő előrehaladtával egyre szélesedett. Az állami garanciavállalás mellett jogosan érezhették a befektetők, hogy vagyoniuk biztonságban van. Ennek ellenére a változékony gazdasági környezet jelentős ráhatással lehet a háztartási megtakarítások alakulására. Habár ezen értékpapírok hozamokat biztosítanak tulajdonosaiknak, az inflációból eredő reálérték csökkenésnek kockázatát így sem lehet minden esetben elkerülni. Ugyanakkor folyamatosan törekedni kell a vásárlóerő megtartására, még az állampapír piacon is.

A téma aktualitását pedig ennek a sokszor mellékesnek tartott kockázati faktornak a fennállása adja. A vizsgált időszak megválasztásában tekintettel voltam arra, hogy a periódus magába foglaljon olyan időszakokat is, amikor a 2022-2023-astól jelentősen eltérő pénzügyi romlási ütem volt tapasztalható. Ezért a vizsgálatba került olyan időszak is, amikor a gazdaság dezinflációs fázisban volt, illetve olyan periódus, amikor defláció uralkodott.

Vizsgálatom célja a magyar államadósság különböző finanszírozási szempontokból való alakulása, emellett a háztartási megtakarítások alakulásának elemzése. Bemutatásra kerülnek továbbá az állampapírok piaci állományában történt változások és az ezekre ható tényezők, valamint az egyes állampapír konstrukciók.

A szakdolgozatomban szükségesnek tartottam egy szélesebb körű makro vizsgálat elvégzését, annak érdekében, hogy minél teljesebb képet tudjak nyújtani a lakossági állampapír állomány változásának okairól, hiszen ezek a tényezők befolyásolják a lakosság megtakarítási képességét is. A szakdolgozat elméleti alapjait szakirodalmi feldolgozással fektettem le. Ebben a részben áttekintettem a témához szorosan kapcsolódó irodalmat, kezdve a piaci modellekkel. Kitértem a meghatározó pénzügyi befektetési formákra, valamint a kockázat és hozam összefüggésének elméletét ismerttettem. Nagy hangsúlyt fektettem az állampapírokra, valamint a lakosság befektetői szempontjából történő jellemzésére.

2. SZAKIRODALOM FELDOLGOZÁSA

2.1. PIACI MODELLEK

Minden olyan helyet, akár tényleges, vagy akár elvont, ahol eladók és vevők találkoznak, és létrejön közöttük a cserekapcsolat, amelynek tárgya lehet áru, szolgáltatás vagy pénz, azt piacnak nevezik (Mankiw, 2011). A piacok lehetnek tényleges helyszínek, például a mezőgazdasági áruk piaca, de a legtöbb esetben inkább elvont, kevésbé szervezett szinterei a tranzakcióknak (Mankiw, 2011). A piacok szükséges, de nem elégséges feltétele, hogy megvannak a szereplők, tehát az eladók és vevők, a piaci alku tárgyát képező termék vagy szolgáltatás. Ezeken felül a piacon jelen van még az a gazdasági motiváció, ami a felek saját gazdasági jóllétének javítására irányul.

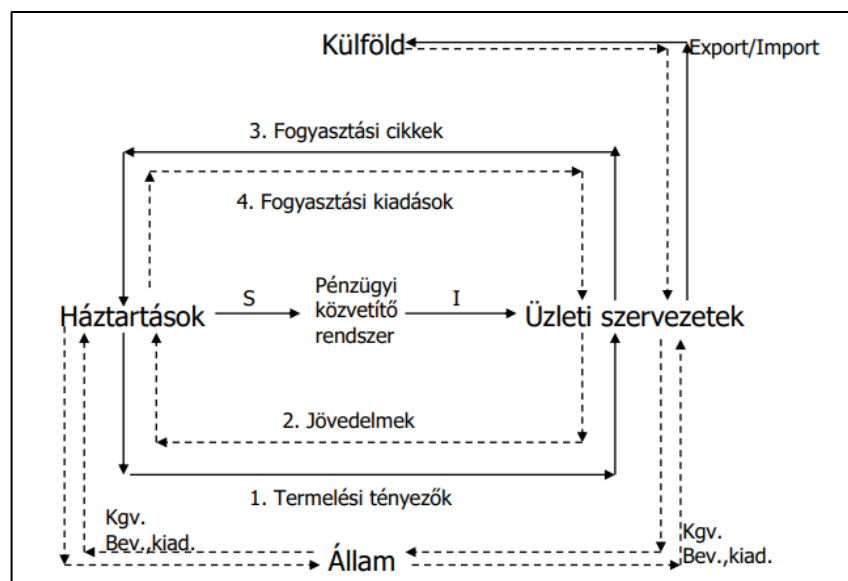
Ez az önérdék által vezérelt viselkedés működésbe lépteti a felek között megvalósuló tranzakciót. Minden tranzakciót egy mérlegelés előz meg, majd egy alku folyamat, amely végeredménye a tranzakcióban gazdát cserélő termék vagy szolgáltatás ára. Az egymással egyenrangú felek arra törekednek, hogy szükségleteiket minél nagyobb mértékben tudják kielégíteni és a tranzakcióból származó hasznot maximalizálni. A piaci mechanizmus hozzá üzleti kapcsolatba a tranzakcióban részt vevő két oldalt, ez segít megválaszolni, a mit, hogyan és kinek kérdését (Samuelson és Nordhaus, 2016). Ez alapján modell szinten létrejött a két és négy szereplős piaci modell. Ezek a valóságban is végbemenő piaci mechanizmusokat hivatottak bemutatni, de ahogy Mankiw (2011, 27. oldal) is értekezett a modellekről, „...a közgazdászok modelljei sem tartalmazzák a gazdaság összes részletét.” ezért a modell csak „... leegyszerűsíti a valóságot, hogy azt jobban meg tudjuk érteni”. A kétszereplős piaci modell is számos egyszerűsítő feltételt alkalmaz. Ezáltal a gazdaságban csupán két entitás jelenik meg, a háztartások, mint az erőforrások szállítói, valamint az üzleti szervezetek, mint a fogyasztási cikkek előállítói.

2.1.1. Négy szereplős piaci modell

A piacok komplexebb működését, a négy szereplős piaci modell mutatja be. A modellben szerepelnek a háztartások, vállalkozások, az állam és a pénzügyi közvetítőrendszer, valamint a mechanizmus során létrejövő megtakarítás és beruházás is.

A modellben a vállalkozások azok akik által megvalósul a termelés. A termeléshez szükséges termelési tényezőket, avagy a gazdaság kibocsátásának imputjait a háztartások

bocsátják a vállalkozások számára. A termelési tényezőket három fő kategóriába sorolhatók: föld, munka és tőke. A földet általánosságban a természet adta erőforrásokként szokás azonosítani, például olajmező. A munka tulajdonképpen az ember termelésre fordított ideje és erőfeszítése, például olajfúrót kezelő személyzet munkája. A tőke alatt ebben az esetben a gazdaságban megtermelt tartós javakat jelenti, például olajfűrő. (Samuelson és Nordhaus, 2016) A háztartásokat a termelési tényezők szolgáltatásáért jövedelem illeti meg a vállalatok árbevételéből. A háztartások ezekből a jövedelmekből, hogy szükségleteiket kielégítsék, árut vásárolnak a vállalatoktól a fogyasztási cikkek piacán.



1. ábra: Négyszereplős piaci modell
 Forrás: Bárczi és Sóvágó, 2019

A csereügyleteket jelölő vonalak közül a folytonos valamilyen reál, tehát jószág, az ellentétes irányú szaggatott pedig monetáris, tehát az ellenérték áramlását jelentik.

Az állam felelős azért, hogy kezeljen olyan gazdasági feladatokat, amelyeket a piacok egyes szereplői nem tudnának hatékonyan és gazdaságosan megoldani, ezeket nevezzük közfeladatoknak. Ezen feladatok, valamint a transzferkiadások és infrastruktúrafejlesztés finanszírozásának fedezetét adók és járulékok biztosítják. Ezeket a bevételeket a gazdaságban termelt jövedelmek kikényszerített elvonásából szerzi (Bánfi et al, 1997)

Az állam működése a mai gazdaságban az alábbi funkciókat foglalja magába:

- allokációs funkció betöltése során az állam részt vesz a források újraelosztásában, amely biztosítja a közösségi javak mindenki számára elérhető fogyasztását, és elősegíti a kijelölt célok megvalósítását

- redisztribúciós funkció alatt az állam beavatkozik a gazdaságban keletkezett jövedelmek elosztásába, hogy enyhítse a szabadpiac működéséből fakadó vagyoni és jövedelmi egyenlőtlenségeket
- stabilizációs funkció, amely elsődlegesen a gazdasági és pénzügyi egyensúly és növekedés biztosításáért felel, valamint a munkanélküliség kontroll alatt tartásáért. Ezzel hozzájárul a gazdaság ciklikusságának ellensúlyozásához (Vigvári, 2017).

A gazdaságban megtermelt jövedelmeket a tényezőtulajdonosok nem mindig használják fel azonnal. A jövedelmek jelenbeli fogyasztásra és adófizetésre el nem költött részét megtakarításnak nevezzük, tehát a megtakarítás egyenlő a jövedelem és fogyasztás különbségével (Samuelson és Nordhaus, 2016). Vigvári (2017) megemlíti egy további motivációt a megtakarítás mögött, mivel az nem minden esetben önkéntes alapon képződik. Vannak kényszer megtakarítások is, például, mikor nem áll rendelkezésre elegendő áru a vásárlóerővel szemben.

Ez az el nem költött jövedelem alkalmas arra, hogy azt a háztartások befektessék, és/vagy a vállalatok beruházásokat valósítsanak meg belőle. Az üzleti szektor ezeket a forrásokat anyagi javak vásárlására, fejlesztésekre, gépekre és ingatlanokra fordítja. A cél a termelékenység növelése, a jövőbeni termelés biztosítása, ami egyúttal a jövőbeli jövedelmek biztosítását is jelenti. (Bánfi et al, 1997). Általánosabb megfogalmazásban, Bodie (et al, 2023) szerint, a befektetés a pénz vagy más erőforrás jelenlegi lekötése jövőbeli haszon realizálása érdekében.

A megtakarítások felhasználói általában valamilyen újraelosztási rendszeren keresztül jutnak hozzá a megtakarítók által kínált forrásokhoz. Egy gazdaság kulcsszereplője a pénzügyi rendszer, ami magába foglal minden olyan intézményt, amely felelős a gazdaságban keletkezett megtakarításokat párba rendezi az azt felhasználókkal (Mankiw, 2011). A pénzügyi közvetítőrendszer teremti meg a kapcsolatot a tőkét igénylő szervezetek és a befektethető tőkével rendelkező egyének között (Mitchell, 2018). A közvetítő rendszer magába foglalja azokat a piacokat, szervezeteket, jogszabályokat, mechanizmusokat, amelyek elősegítik az üzleti szektor hozzáférését a gazdaságban megtermelt szabad pénzáramlásokhoz.

A pénzügyi piacok a befektetők és a megtakarítók találkozási helye, ahol a kereslet és kínálat egymásra hatásaként kialakul a jelenbeli pénzek és jövőbeni fizetési ígéretek cseréjének ára, amely a kamatláb. A különböző időpontokban megjelenő pénzek cseréjének eszköze az értékpapír. (Bárczi és Sóvágó, 2019). Mankiw (2011 425. oldal) megfogalmazásában, a

pénzügyi piacok olyan intézmények, amelyeken keresztül a megtakarítók közvetlenül juttatják el pénzüket a kölcsönért folyamodókhoz. Bod (2012 170. oldal) szerint, a pénzügyi közvetítőrendszer rendeltetése a megtakarítások és beruházások és egyéb célú tőkék keresletének összekapcsolása, amely színterei a pénzügyi piacok. Ezen színtereket tudjuk a fizetési ígéret, a pénzügyi termék lejáratát vagy a piac funkciója szerint csoportosítani. Ez alapján meg tudunk határozni pénz- és tőkepiacokat.

A pénzpiac a rövid lejáratú, vagyis a gyakorlatban egyévesnél rövidebb lejáratú ügyleteket foglalja magába. Ezen a piacon olyan szereplők jelennek meg, akik átmeneti likviditáshiányuk kezelésére keresnek forrásokat. Velük olyan szereplők fognak kapcsolatba lépni ezen a piacon, akik az átmeneti többletlikviditásukat szeretnék kihelyezni. A tőkepiac (Bod, 2012) a hosszú lejáratú, vagyis a tartósan lekötött, de legalább is egy évnél hosszabb időtávra szóló ügyleteket tömöríti. Az itt megjelenő kereslet a tőkéjét a piacról szándékozik beszerezni, a kínálat pedig tartós befektetéseket kíván eszközölni.

A piacok funkciója alapján továbbá meg tudunk különböztetni elsődleges és másodlagos piacokat is. Az elsődleges piacot a frissen forgalomba hozott pénzügyi instrumentumok piaca, alapvető színtere a forrásszerzésnek. Itt a pénz közvetlenül kerül a felhasználókhoz a megtakarítóktól, amely tranzakció során a pénzért cserébe valamilyen pénzügyi eszközt, egy fizetési ígéretet kap a forrást kínáló. (Andor, 2018) Ezen a piacon az elsődleges értékpapírt kibocsátó mellett valamilyen friss adósságinstrumentumot kínáló vállalatok jelennek meg, mint kínálat. A keresleti oldalon pedig leggyakrabban intézményi befektetők állnak, akik ügyfeleik megbízásait teljesítve vesznek részt a tranzakciókban (Mitchell, 2018). A másodlagos piac tulajdonképpen az elsődleges piacon kibocsátott pénzügyi eszközök kereskedési helyszíne. Itt nem történik új forrás bevonás, a kibocsátó nem lesz szereplője a piacnak, kizárólag csak a befektetések cserélnek gazdát, a megtakarítók között (Andor, 2018). A másodlagos piac fő funkciója, hogy likviditást nyújtson a befektetőknek, vagyis, hogy az elsődleges piacon létrejött pénzügyi eszközök mindig adhatóak és vehetőek legyenek. Tipikus másodlagos piaci helyszín a tőzsde (Bod, 2012).

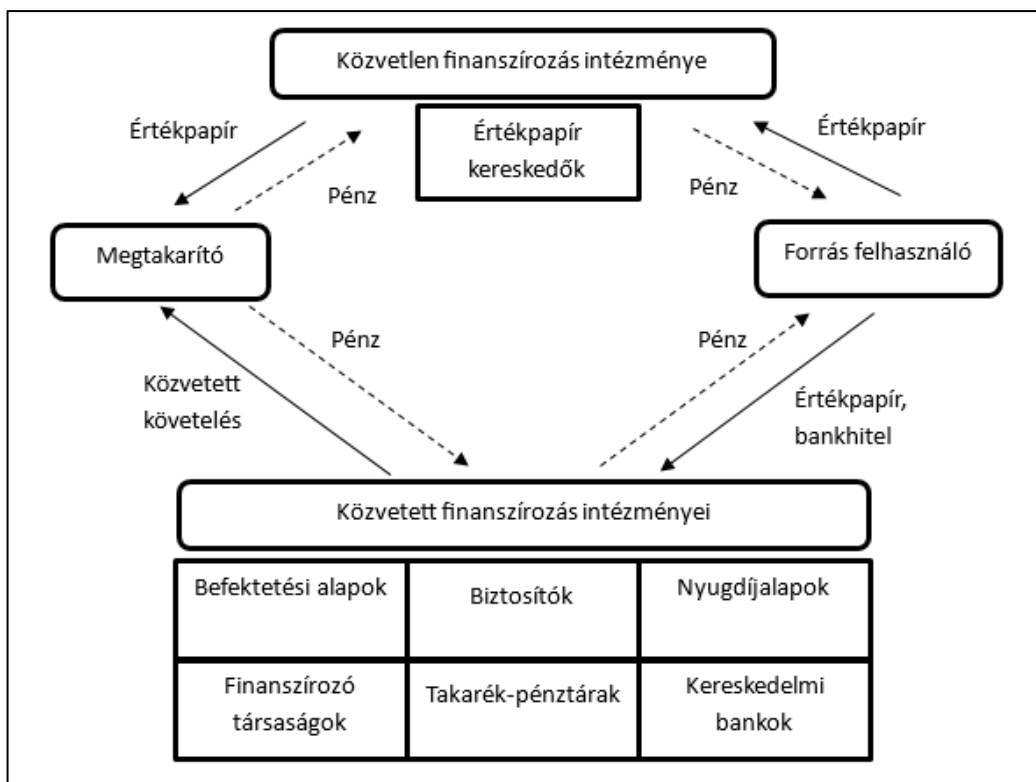
Ezekbe a tradicionális és leggyakrabban emlegetett felosztásba nem illeszthető be tökéletesen egy kiemelkedően fontos eleme a pénzügyi rendszernek, az értékpapírpia. Tulajdonképpen az értékpapírpia mind a pénzpiac és tőkepiac egy-egy részével közös halmazt alkot, „ugyanakkor tágabb értelmezésű is ezeknél a piacoknál” (Bárczi és Sóvágó, 2019, 19. old.) Az értékpapírpia olyan tranzakcióknak ad helyet, amelyek egy forgalomképes, valamilyen vagyoni követelést megtestesítő okiratra vonatkoznak. Az értékpapírpiacon a kibocsátón

és befektetőn túl a piac szerves részét képezik a felügyeleti szervek, például az USA-ban az Értékpapír- és Tőzsd felügyelet. (Bodie et al, 2023)

A pénzügyi piacok fontos funkciója, hogy a gazdaságban keletkező forrásokat hogyan alokálja, vagyis a források összegyűjtése és ideiglenes újraelosztása során milyen úton jutnak el a megtakarítások a befektetőkhez és beruházókhoz. Az allokáció módját tekintve megkülönböztetünk közvetlen és közvetett finanszírozást (Vigvári, 2017).

Közvetlen finanszírozás során a megtakarító és a befektető igényei megfelelnek egymásnak. Ilyen esetben a forrás közvetlenül cserél gazdát a felhasználó jövőbeli pénzével, pontosabban fizetési ígéretével, amit általában valamilyen értékpapír testesít meg (Bánfi et al, 1997). A folyamatban részt vesz egy harmadik fél is, az ő feladata, hogy piacismeretük révén összehozzák a partnereket, továbbá, hogy a felek között a tranzakciók hatékonyan menjenek végbe. Ezen intézmények lehetnek brókerek, dealerek, befektetési bankok (Bárczi és Sóvágó, 2019). Habár a források allokálásában közreműködnek ezek az intézmények, a közvetlen finanszírozáson alapuló piacok igen szűkek, hiszen még így is elég nehézkesen tudnak egymásra találni az adott időpontban azonos, de legalább is hasonló preferenciájú piaci szereplők, továbbá a költségek is magasabbak lehetnek (Andor, 2018).

Közvetett finanszírozás esetén a megtakarító egy pénzügyi közvetítő intézménnyel lép kapcsolatba. (Vigvári, 2017) A pénzügyi közvetítők egyik alapvető funkciója, hogy a háztartások sok kis, különböző összegű (és gyakran különböző időpontokban megjelenő) megtakarításainak összegyűjtése és ebből a forrást igénylők nagyobb összegű tőkeigényének kielégítése. Ezt a funkciót denominációs transzformációnak hívjuk, ahol az összegyűjtött kisebb megtakarításokból annyi jut el a felhasználókhoz, amekkorára azoknak szükségük van. (Erdős és Mérő, 2016). Ezt a funkciót szokás a források ideiglenes újraelosztási funkciójának is nevezni. A befektető az intézmény által kibocsátott másodlagos értékpapírban fogja megtakarítását elhelyezni. A közvetítők a hozzájuk érkező megtakarításokat átalakítják nagyságrendjükben, lejáratukban, kockázatukban és likviditásukban, majd a forrásokat továbbítják azok felhasználóinak. (Bánfi et al, 1997) Pénzügyi közvetítői intézmények lehetnek befektetési alapok, biztosítók, kereskedelmi bankok.



2. ábra: Megtakarítások áramlása
 Forrás: Saját szerkesztés, Bánfi et al, 1997 alapján

Bánfi (et, al, 1997 96. oldal) a következőképpen tett különbséget a két finanszírozási mód között: „Közvetlen finanszírozásnál csak az adásvételt meggyorsító, megkönnyítő közvetítők tevékenykednek. Közvetett finanszírozásnál az eltérő jellemzőkkel bíró keresletet és kínálatot úgy hangolják össze, hogy a pénzintézetek közbenső kereslettel, illetve kínálattal lépnek fel.”

2.2. MEGHATÁROZÓ PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSI FORMÁK

Az előbbiekben már bemutatásra került az értékpapír legfontosabb funkciója, miszerint az egy olyan speciális eszköz, amellyel megvalósítható különböző időpontokban megjelenő pénzek cseréje. A jelenlegi pénz ellenében a tranzakcióban résztvevő egy fizetési ígéretet kap, amelyet az értékpapír testesít meg.

Az értékpapírok jogi megfogalmazása szerint „az értékpapír olyan egyoldalú jognyilatkozat, amely papíralapú okiratként vagy jogszabályban megjelölt más módon létrehozott, rögzített, nyilvántartott és továbbított adatösszességgént (dematerializált értékpapírként) a benne foglalt jogot úgy testesíti meg, hogy azt a jogot gyakorolni, arról rendelkezni csak az értékpapír által, annak birtokában lehet” (2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről 6:565.§ (1)) A klasszikus közgazdaságtani definíciójuk szerint, valamilyen vagyonnal kapcsolatos jogot megtestesítő, forgalomképes, papír alapú, vagy dematerializált okirat, számlán megjelenő összeg, vagy elektronikus jel. (Végh K. 2023 – Befektetések alapjai - Előadás)

Az értékpapírok, pénzügyi szempontból való megközelítésük szerint, ahogy korábban említésre került, egy ígéret valamilyen jövőbeli kifizetésre. (Földes István (főszerk): *Közgazdasági kislexikon*. Budapest: Kossuth. 1968)

Az értékpapírokat tudjuk a jellemzői szerint néhány fontosabb csoportba sorolni:

- Benne foglalt jog szerint:
 - Követelést, hitelviszonyt megtestesítő
 - Részesedést, tagsági jogot megtestesítő
 - Áruval kapcsolatos jogot megtestesítő
- A benne foglalt jogot milyen minőségben gyakorolhatja a tulajdonos:
 - Bemutatóra szóló
 - Névre szóló
 - Rendeletre szóló
- Hozama szerint:
 - Nem kamatozó
 - Fix kamatozású
 - Változó kamatozású
 - és ezek átmeneti fajtái
- Lejárata szerint:
 - Rövid lejáratú (egy évnél nem hosszabb futamidő)

- Középlejáratú (1 és 5 év közötti hosszúságú futamidő)
- Hosszúlejáratú (5 évnél hosszabb lejáratú)
- Lejárat nélküli
- Kibocsátója szerint:
 - Állampapírok
 - Pénzüstézetek kötelezvényei
 - Társaságok, gazdálkodó szervezetek által kibocsátott értékpapírok
 (Bánfi et al, 2009)(Pálinkó és Szabó, 2007).

Az értékpapíroknak meghatározott kellékei, jogi úton előírt standardjai vannak. A kellő szinten szabványosított formájából adódik, hogy az értékpapírok magas fokú likviditással bírnak a másodlagos piacokon. A forgalomképesség javítása érdekében például a bankok hitelszerződéseiket értékpapírokká alakítják, ezt a folyamatot értékpapírosításnak nevezzük. (Vigvári, 2017)

„... egy befektető, sohasem fizet többet egy eszközért, mint amennyit az ér” (Damodaran, 2002. 1. oldal). Minden pénzügyi eszközhöz hozzárendelhető egy belső vagy elméleti érték, amely szinte kivétel nélkül mindig az abból az eszközből származó jövőbeni pénzáramlások alapján állapítunk meg. Ezt hozamértéknek hívjuk, mely módszer a jövőbeni hozamok jelenértékre történő átváltásán alapszik (Bárczi et al, 2018). Az értékpapírnak ezzel párhuzamosan van egy aktuális piaci ára is, például egy tőzsdei részvényé. Az aktuális piaci árat minden esetben a piaci kereslet és kínálat határozza meg (Pálinkó és Szabó, 2008). Egy értékpapír alulértékelt, ha a piaci ára az elméleti érték alatt van, a befektetők ezeket az ajánlatokat keresik, és túlértékelt, ha a piaci ár az elméleti érték felett jár, ekkor a befektetők ezektől a papíroktól inkább megszabadulnak, vagy nem vásárolnak belőlük (Bárczi et al, 2018).

A következőkben pedig bemutatom, a legalapvetőbb pénzügyi megtakarítási formákat

2.2.1. Bankbetét

A leginkább meghatározó szerepet a pénzkezeléssel kapcsolatban a bankok töltik be (Pálinkó és Szabó, 2007). Csaknem minden befektetőnek van betéte, ahol vagyonának egy részét likviden tartja, hiszen ez a legegyszerűbben elérhető megtakarítási forma. A betételhelyezés lehetőségének legtipikusabb szolgáltatói a kereskedelmi bankok (Mitchell, 2018). A bankbetét a fix hozamú, általában rövid lejáratú, alacsony kockázatú pénzpiaci

eszközök osztályába tartozik (Bodie et al, 2023). A bankbetétek előnyeit és hátrányait az 1. számú táblázat foglalja össze:

1. táblázat: Bankbetét előnyei és hátrányai

Előnyök	Hátrányok
Rendkívül magas likviditás	Az infláció jelentős mértékben ronthatja a bankbetéteken elérhető reálhozamot
Relatív biztonságos, legkevésbé van kitéve a piac ingadozásának	A kamatlábak változásával változhat a betéteken elérhető hozam
	Látra szóló betétekre rendszerint nem fizetnek kamatot a bankok
	Általában a nagyobb összegű lekötések után kínál az intézmény jobb kamatozást
	A betéteken nem érhető el felértékelődés, tőkenövekmény
	A bankok ugyan rendkívüli módon felügyelt és szabályozott intézmények, de még így is ki vannak téve a csődkockázatnak.

Forrás: Saját szerkesztés, Mitchell 2018 alapján

Az 1. számú táblázatból látható, a befektetőnek nagyon komoly hátrányokkal és a befektetés szempontjából több hátránnyal kell számolnia, mint előnnyel, ha betétben köti le a tőkéjét. A látra szóló betétek óriási előnye, hogy rendkívül likvidek, de ezzel együtt el kell fogadnia a befektetőnek azt is, hogy nem számíthat magas hozamra. A csekély mennyiségű betéti kamatot pedig a befektetések során a központi kérdéskörbe tartozó infláció is erodálja. További probléma, hogy a betéteknek nincs másodlagos piaca. Nincs a kereslet és kínálat egymásra hatásából kialakuló árfolyama, így az egyik hozamtípus, a potenciális árfolyamnövekmény realizálására sincs lehetőség.

A bankbetéteknek létezik egy nagyösszegű határidős formája is, ezt letéti jegyeknek nevezzük (CD – Certificate of Deposit). Kereskedelmi bankok bocsátják ki, előre meghatározott lejárattal és kamatozással leginkább kisbefektetők számára (Petley, 2014).

2.2.2. Kötvény

A kötvény egy tipikus hitelviszonyt megtestesítő értékpapír (Bánfi, 2009). Kibocsátója kötelezettséget vállal arra, hogy a kötvény mindenkorai tulajdonosának a kötvényben megjelölt

pénzösszeget, vagyis a névértéket, továbbá az addig esedékes kamatokat egy előre meghatározott időpontban vagy időpontokban megfizeti. A pénzügyi feltételek mellett a kibocsátó még további egyéb szolgáltatásokra is kötelezettséget vállalhat (Bárczi et al, 2018). A kamatozás tekintetében annak mértéke a legtöbb esetben a névérték bizonyos százalékaként van megadva, amelyet egyéves periódusra kell értelmezni (Andor, 2018)

Kötvényekhez kapcsolódó fogalmak:

- Névérték (Face value, par value): A lejáratkor visszafizetendő, a kötvényen feltüntetett és az által megtestesített tőketartozás
- Kötvény kamatlába: a fizetendő kamat mértéke, amelyet a kibocsátó a névértékhez képest fizet, százalékban kifejezve.
- Kötvény lejárat: az az időpont, amelyen a kötvény lejár és a kibocsátó megfizeti a kötvény névértékét, a hitelösszeget a kötvény tulajdonosának.
- Kibocsátási árfolyam: az az ár, amelyen a kibocsátó eredetileg eladja a kötvényeit, vagyis forgalomba hozza az elsődleges piacon. Kibocsátható névérték felett, alatt és azzal megegyező áron is (Pálinkó és Szabó, 2007).

A kötvények főbb típusai az olyan attribútumokban különböznek, mint a kamatozás módja, a kifizetések ütemezésében és idejében (Bánfi et al, 2009). Ezek alapján az alábbi formában jelenhetnek meg kötvények

- Vállalati kötvényeknek tekintjük a vállalatok által kibocsátott kötvényeket. A vállalati kötvények visszafizetéséért a kibocsátó teljes vagyonával felel.
- Államkötvényeknek a központi költségvetés által kibocsátott egy évnél hosszabb lejáratú papírokat nevezzük.
- Az örökjáradék kötvénynek nincs lejárat, futamideje végtelen. Az alapösszeg törlesztésére soha nem kerül sor, a befektető csak kamatot kap.
- A klasszikus kamatszervényes kötvény a fix kamatozású kötvények közé tartozik. Előre lerögzített időpontokban történnek a kifizetések, általában hosszabb lejárat mellett.
- A nem kamatozó kötvény (zéró coupon) kötvényre nem fizetnek kamatot, ezért nincsenek kamatszervények sem a papíron. Ennek ellenére a fix kamatozású kötvények csoportjába tartozik, mivel a befektető nyereségét a névérték és a diszkontált árfolyamon történt kibocsátási ár különbsége adja.

- Az átváltható kötvények klasszikus fix kamatozásúak, viszont választási opciót tartalmaznak. Jogot biztosít a tulajdonosnak, egy előre meghatározott időszakban, a kibocsátó társaság hasonló névértékű részvényének váltására.
- Az ún. nyitott kötvényeknél a futamidő előre rögzített időpontjaiban a kibocsátónak vagy a tulajdonosnak lehetősége van arra, hogy előre megadott árfolyamon a kötvényt visszavegye vagy visszaadja. (Bárczi és Sóvágó, 2019)(Bánfi et al, 2009)

A kötvényeknél meghatározó csoportosítási szempont alapját képezi a kamatozás. Különböző kötvények különbözőféleképpen kamatozhatnak, amelyek alapvetően határozzák meg a kötvény értékét.

- A leggyakoribb kamatozási mód a fix kamatozás. Ekkor a futamidő alatt a kamatok mindig azonos mértékűek és általában évente egyszer történik a kamat kifizetése.
- A változó kamatozású kötvények esetében a kamatszintet egy gazdasági változóhoz kötik
- A kamatos kamatozású kötvényeknél a futamidő végén a névértéket és a kamatos kamatszámítással felhalmozódó kamatokat fizetik ki
- Létezik emelkedő mértékű kamatlábat alkalmazó kötvény is. Ezt progresszív kamatozásnak hívjuk
- A kamatot nem fizető kötvények körébe tartozik a zero-kupon kötvény. Ekkor a kötvényt a lejáratkor magasabb áron vásárolják vissza, mint amennyin meg lehetett venni (Bárczi és Sóvágó, 2019).

A kötvények értékét a benne foglalt jövőbeni pénzáramlás jelenértéke határozza meg (Damodaran, 2002). A kibocsátáskor rögzítésre kerülnek a kamatfizetések és a névérték, amelyekből kiszámolható a kötvény névleges kamatlába. Ha viszont a jövőbeni pénzáramlásokat a piaci kamatlábbal, vagy a kötvényre jellemző kockázatot figyelembe vevő kamatlábbal diszkontáljuk, akkor megkapjuk a kötvény elméleti árfolyamát. A valós piaci árfolyamot a piaci kereslet és kínálat határozza meg. Ha az elméleti árfolyam alacsonyabb a piaci árfolyamnál, akkor túlértékelt, ha magasabb akkor alulértékelt kötvényről beszélünk (Damodaran, 2002).

A kötvények értékelésének klasszikus esetében fix kamatozással és lejárat végén egyösszegű törlesztéssel számolunk. Az elméleti árfolyam megállapításához általánosan a következő képletet használjuk:

$$P_0 = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (2)$$

- P_0 : A kötvény elméleti árfolyama
- C : Periódusonként esedékes pénzáram
- t : Periódusok száma
- P_n : A kötvény névértéke
- r : A befektető által elvárt hozam (Bárczi et al, 2018)

Többféle kötvényszerűség létezik, amelyeknek meghatározott módon lehet kiszámolni, azonban, mint minden értékpapír esetében, a jövőbeni pénzáramok jelenértékének összege határozza meg az adott pillanatban számított árfolyamot.

Tehát, a kötvénynek van névértéke, ami a kötvényen feltüntetett lejáratkor visszafizetendő tőketartozás; van elméleti árfolyama, ami a kötvény a pénzáramlások alapján kalkulált értékét adja; valamint van árfolyama, amely az az érték, amelyen a piacon adott pillanatban épp gazdát cserélt egy tranzakcióban két fél között.

Számtalan tényező befolyásolhatja egy kötvény piaci értékét. A legrelevánsabb és ami leginkább hatással van egy kötvény árfolyamára gazdaságra jellemző kamatkörnyezet. A kötvények a legtöbb esetben fix jövedelmet biztosítanak tulajdonosaiknak, vagyis a kötvény ára fog változni, nem az általa kínált kamat. Ezért tapasztalható az, hogy amikor magas kamatlábak érvényesülnek a piacon, a kötvény piaci értéke csökkenni fog. Viszont alacsonyabb kamatkörnyezet hatására pedig a kötvény piaci értéke emelkedni fog, így igazodva a piachoz (Petley, 2014). Tehát a kötvény árfolyama és a piaci kamatlábak között fordított arányosság van.

A kötvénykibocsátás előnyeit és hátrányait a kibocsátó és befektető szempontjából az alábbi táblázat foglalja össze:

2. táblázat: Kötvénykibocsátás előnyei és hátrányai a kibocsátó és befektető szempontjából

	Előnyök	Hátrányok
Kibocsátó	Előre meghatározható és alacsonyabb tőke költség	Hosszútávú elköteleződés
	Kötvényes nem vesz részt a vállalatirányításban	Eladósodásból eredő kockázat leszoríthatja a vállalat részvényeinek értékét
	Társasági adóalapot csökkentő tétel a kötvények után fizetett kamat	Kötvények fix lejáratában rejlő kockázat
	Tőkepiacon való megjelenés pozitív hatással lehet a vállalkozás megítélésére	Vállalat jövedelmezőségének bizonytalansága melletti fix kamatteher kockázatot jelent
Befektető	Alacsonyabb kockázat	Alacsonyabb elvárt hozam, mint a részvény esetében
	Elsőbbség részvényessel szemben felszámolásnál	Nem vehet részt a vállalatirányításban
	Meghatározott lejárat	

Forrás: Saját szerkesztés, Bárczi és Sóvágó, 2019 alapján

Egy vállalat számára kötvények kibocsátása általi forrásszerzés hosszútávú elköteleződést jelent. Viszont előre jól kiszámítható és alacsonyabb tőke költséggel jár, mint a részvénykibocsátás. Továbbá az idegentőke után fizetett kamat, mivel elszámolható költségként, adóalapot csökkentő tétel, tehát adómegtakarító hatás érvényesül. Az alacsony tőke költség befektetői oldalról alacsonyabb hozamot és kockázatot jelent, de fix lejáratot biztosít. A kibocsátónak előny, de a befektetőnek hátrány, hogy kötvénybefektetés esetén a vállalatirányításban nem vehet részt, viszont elsőbbségbe kerül egy esetleges felszámolás esetén a követeléseinek kielégítésének rangsorában. Presztízsértékű az, ha egy vállalat megjelenik a tőkepiacon, viszont a mély eladósodás negatív hatással lehet a megítélésre.

2.2.2.1. Állampapírok

Az államháztartásnak, hasonlóan, mint egy háztartásnak, van költségvetése, amelynek van bevétel és kiadás oldala. A bevételi oldalt javában az adóbevételek és a járulékbefizetések képezik, de az állami vállalatok nyeresége, bírságok, vagy különböző tulajdon, értékpapír

vagy tárgyi eszközök adás-vételéből származó bevételek is idetartoznak (Bánfi, 1997). A kiadási oldalon az egyes közszolgáltatások, mint az egészségügy, szociális ellátó rendszer finanszírozásának kiadásai, dominálnak (Benczes és Kutasi, 2016). Amikor az állam központi költségvetése deficitese, vagyis a kiadások meghaladják a bevételek összességét, akkor államháztartási hiány keletkezik. Ezt a hiányt a legtöbb esetben az állam a pénzügyi piacon értékesített kötvényekkel fedezi (Benczes és Kutasi, 2016). Bod (2012) szerint, tulajdonképp az állam költségvetése ritkán szufficitese, ezért mindig aktív a rövid és hosszú lejáratú piacokon, vagyis nettó hitelfelvevő. Szorosan ehhez köthető az államadósság, ami Mankiw (1997) meghatározása szerint, az állam által a múltban felvett hitelek összességét jelenti.

Az államadósság mértékének kifejezéséhez általában a GDP-hez viszonyított államadósságot szokták alkalmazni. A mérték mellett van még egy fontos tényező az államadóssággal kapcsolatban, annak szerkezete (MNB Versenyképességi jelentés, 2022). Mivel állampapírokat nem csak a hazai lakosság vásárolhat, ezért az államoknak külföldi szereplők felé fennálló tartozása is van.

Az állampapírok meghatározása ehhez kapcsolódik, amelyet Bánfi (2009 150. oldal) így fogalmazott meg: „Állampapírnak nevezzük az állam által kibocsátott, az állam adósságát megtestesítő értékpapírt, amelyben az állam adósságtörlesztésre és kamatfizetésre vagy járadékfizetésére vállal kötelezettséget”. A fejlett ipari országok az államadósság túlnyomó részét értékpapírok kibocsátásával fedezik. Az államadósság nem csak kizárólag értékpapírokban megtestesülő hitelviszonyt jelent. A halmazokat valahogy úgy lehet megfogalmazni, hogy minden állampapír megtestesíti az államadósságot, de nem az egész államadósság testül meg kizárólag állampapírokból. Az államadósság lehet ezen felül még hitel, biztosítás, garancia, állami intézmények vagy állami vállalatok tartozásai és egyéb fizetendő számlák. (Bánfi, 1997).

Az állampapírokat a kockázatmentes hozammal azonosítják, mivel a kibocsátó személye, ez esetben az állam jelenti a garanciát arra, hogy a nemfizetés nem fog megvalósulni. Továbbá, jellemzően az állampapírok hozama a piaci hozamokhoz képest alacsony, de cserébe magasabb likviditású, és biztonságosabb befektetéseként szolgálnak. Ezért jól helytállnak különböző pénzügyi tranzakciók biztosítékeként (Katona, 2019). Viszont Benczes és Kutasi (2016) említést tesznek arról, hogy ugyan az állami garancia magasfokú biztonságot nyújt, az egyre magasabb szintű államadósság kockázatot jelenthet a kötvényeket érintő visszavásárlási és kamatfizetési szempontokból. Egyre növekvő adósságszolgálat egyre nagyobb terhet tesz a költségvetésre, amely kockázat mellett a befektetők egyre kevésbé hajlandóak

finanszírozni a hiányt. Minél nagyobb a hiány, annál sebezhetőbb a költségvetés és egyre kevésbé flexibilisen tud reagálni a külső sokkhatásokra. Tehát, az államok ugyan ritkán mennek csődbe, de az adósságnak ára van, amelyet valakinek az idő múlásával meg kell fizetni.

Az, hogy milyen áron, milyen kamatozás mellett forognak az állampapírok a pénz és tőkepiacokon, jelentősen befolyásolhatják a gazdaságot. Ezek a papírok a pénzpiacon egyfajta referencia pontként is működnek (Bod, 2012). Mint ahogy korábban is említésre került, például a kockázatmentes kamatláb megállapításában nyújt alapvető információt az állampapírok hozama. A kockázatmentesség tulajdonképpen a hozamok kockázatmentességére terjed ki, vagyis az állampapírok esetében a tényleges hozam megegyezik az elvárt hozammal. Az állampapíroknak, melyek jelenleg Magyarországon forgalomban vannak, három fő csoportját különböztetjük meg: államkötvényeket, kincstárjegyeket és kincstári takarékjegyeket. A futamidőket tekintve a kincstári takarékjegyek járnak le legkorábban, maximum egy év elteltével. Az államkötvények közül egészen 15 évig terjedő futamidejű is megtalálható. (Katona, 2019)

2.2.3. Részvény

A részvény a kibocsátó társaság alaptőkéjének egy bizonyos szeletét és ezen felül a társaság tagsági jogait megtestesítő értékpapír. A részvényesek részt vehetnek a társaság legfőbb döntéshozó szervében, a közgyűlésén, ahol szavazhatnak, észrevételt tehetnek, továbbá információt kérhet a társaságról üzletmenetéről (Andor, 2018). A társaság részvényének tulajdonosai tulajdonjoguk hányadában jogosultak lesznek a társaság eredményéből részesülni osztalék formájában (Bánfi et al, 2009). A részvény egy különleges értékpapír, mivel a kibocsátó nem fizeti vissza a névértéket, azt a befektető véglegesen a vállalat tulajdonába bocsátotta (Andor, 2018). Visszaváltani a részvényeket nem lehet, de szabadon adhatók vehetők a másodlagos piacon. Legtipikusabb másodlagos piacon két befektető kerül kapcsolatba egymással, legtipikusabban a tőzsdén, ahol különböző rendszerek segítik a tranzakció végbemenetelét. A másodlagos piac tehát likviditást nyújt a befektetőknek (Petley, 2014) Általánosságban a részvényeket két csoportba sorolhatjuk, törzsrészvények és elsőbbségi részvények. A törzsrészvények árfolyama, nagyban függ a társaság eredményességétől, és relatíve nagyobb kockázatot vállal, mint az elsőbbségi részvényes (Mitchell, 2018). Felszámolás esetén a törzsrészvényes az, akit utoljára elégítenek ki a társaság fennmaradó vagyonából, a hitelezők, a kötvényesek és elsőbbségi részvényesek után, vagyis az ő részvényük

csak maradékra szóló követelést jelent (Bodie et al, 2023). Az elsőbbségi részvényekhez valamilyen további vállalattal kapcsolatos jog fűződik és fix hozadék jellemzi őket (Bárczi és Sóvágó, 2019). Ezek az értékpapírok kevésbé kockázatosak, mint a törzsrészvények, ez a fix osztalékból ered, és abból, hogy azt a törzsrészvényeseknek megszavazott osztalék előtt fizetik ki nekik (Mitchell, 2018).

Ahogy a többi értékpapír esetében is, az elméleti árfolyam meghatározható a jövőbeni pénzáramok jelenértékének összegeként, a korábban említett általános képlet alkalmazásával. A törzs és elsőbbségi részvények esetében a sajátosságaik miatt tér el a számítási mód. viszont a szemlélet ugyan az, a jövőbeni pénzáramok állnak a középpontban.

2.2.4. Befektetési jegy

A befektetési jegy egy olyan értékpapír, amit befektetési alapok bocsátanak ki (Bánfi et al, 2009). A befektetési alapok fő funkciója, hogy a sok kisösszegű megtakarítást összegyűjtsék, befektetési jegyek eladásával, és az így megszerzett tőkét befektetési politikájuknak megfelelően fektessék be megfelelő szaktudás mellett. A befektetési jegyek vásárlásával a kisbefektetők közelebb kerülhetnek a tőkepiachoz, részesülhetnek annak hozamaiból, és kedvezőbb helyzetbe kerülnek mind költség és kockázat szempontjából is, mintha egyedi értékpapírokat vennének. (Bánfi et al, 2009)

A befektetési alapok legtipikusabb jellemzői:

- Méretgazdaságosság: Az egy főre eső költségeket, vagy jutalékokat alacsonyan lehet tartani a vagyontömeg mérete miatt.
- Diverzifikáció: Több különböző lehetőségbe való befektetés a kockázatcsökkentés legalapvetőbb módszere.
- Szakértelem megvásárlása: Nagy vagyontömegből egyszerűbb kifizetni a szakértők jutalékát.
- Állami regisztráció: A befektetési alapok többségét jogszabályok kötelezik a regisztrációra. Az ezzel járó állami ellenőrzés csökkentheti a befektetők aggodalmát.
- Hozzáférés külföldi befektetésekhöz: Több befektetési eszközhöz való hozzáférés nagyobb diverzifikációt jelenthet. (Turner, 2004 in: Erdős és Mérő, 2016)

Az összegyűjtött és befektetett tőkéből kialakított portfólió rendelkezik egy nettó eszközértékkel, ami tulajdonképpen a portfólióban szereplő eszközök piaci értéke. Megkülönbözte-

tünk nyíltvégű és zártvégű alapokat. A nyíltvégű alap jegyei mögötti vagyontömeg folyamatosan változik a piaci mozgások, valamint az alapkezelőtől vásárolt, vagy visszaváltott jegyek hatására (Bárczi és Sóvágó, 2019). A nyílt végűalap jegyének árfolyamát az egy jegyre jutó nettó eszközérték határozza meg (Bánfi et al, 2009). A zártvégű alapok egy meghatározott futamidőre alakulnak, jegyeit nem lehet visszaváltani, viszont bevezetésre kerülnek a tőzsdén. Ezért a zártvégű alapok jegyeinek árfolyama tisztán a tőkepiaci kereslet és kínálat alapján alakul ki (Erdős és Mérő, 2016).

Az értékpapír futamidején alapuló mellett, az alapokat még meg lehet különböztetni a befektetéseik szerint is:

- Értékpapíralap: Ezen alapok portfóliójában csak részvények, kötvények, állampapírok találhatók
- Ingatlanalap: Ezek az alapok ingatlanbefektetéssel foglalkoznak.
- Származékos alap: Ezen alapok portfóliója származékos termékekből áll.
- Alapok alapja: Más alapok befektetési jegyeiből álló portfóliót tartanak (Erdős és Mérő, 2016)

Az értékpapír tulajdonos az alapban tulajdonosi jogokat szerez, de ezek korlátozottak (Andor, 2018). A befektetőnek nincs lehetősége részt venni az alap működési és befektetési politikájának kialakításában. Csak a likvidációs hányadra és természetesen a hozamra jogosult.

2.3. KOCKÁZAT – HOZAM ÖSSZEFÜGGÉS

2.3.1. Kockázat

A kockázathoz a pénzügyek és befektetések világában máshogy viszonyulnak, mint az általános megfogalmazásban. Ahogy Damodaran (2002, 60. old.) megfogalmazta, „a kockázat, ahogy mi látjuk, annak a valószínűségét jelöli, hogy egy befektetésen más hozamot érünk el, mint amekkora hozamot vártunk tőle.” Eszerint, a kockázatossághoz nem csak a negatív, tehát az elvárt hozamtól elmaradó akár veszteséges végkimeneteket tartalmazza, hanem a pozitív, az elvártat meghaladó hozamokat is. A kockázatosságot lehet mérni, ezt leggyakrabban a hozamok szórásával tesszük (Szász, 2018). Minél nagyobb egy befektetés lejáratkori értékének szórása, minél bizonytalanabbak a hozamok, annál kockázatosabbnak tartjuk a befektetést (Bárczi és Sóvágó, 2019)

Megfogalmazhatók különböző kategóriák, amelyekbe a kockázatokat sorolják. A legáltalánosabb ilyen felosztás az értékpapírok esetében az egyedi és piaci kockázat. Az egyedi kockázatok a nevéből adódóan olyan kockázatok, amelyek cégspecifikusak, a vállalatok egy szűk körét, vagy csak egy bizonyos vállalatot érint (Damodaran, 2002). Az egyedi kockázatok ellen a legjobb védekezési mód a diverzifikáció, vagyis befektetett pénzünk több különböző részvényben való tartása, ezzel a kockázatok felaprózása (Szász, 2018). A piaci kockázatokat minden a gazdaságban lévő vállalat hajlamos megérezni, ezért ilyen kockázat lehet például a gazdasági visszaesés. Ha a piaci mozgásoktól függetlenül mozog egy eszköz értéke, akkor egyedi, diverzifikálható kockázatok vannak túlsúlyban, de ha az eszköz a piaci mozgásokkal együtt mozog, akkor kevésbé van kitéve az egyedi kockázatoknak, inkább a piacinak (Damodaran, 2002).

Az egyéni és piaci kockázat mellett Mitchell (2018) további kockázat típusokat azonosít:

- Infláció, mint kockázati tényező, hiszen a pénzromlás felemésztheti a hozamot. A kockázatot tovább fokozhatja, ha a valós infláció eltér az előre számításba vett várható inflációtól.
- A kamatlábak változásából eredő árváltozás hatással van a hozamokra.
- Az újrabefektetési kockázat, amely egy eszköz hozamának esetlegesen rosszabb feltételek melletti újra befektetéséből fakad.
- Árfolyamkockázat, amely akkor lép fel, ha egy befektető devizabefektetéseket eszközöl. A kockázat az átváltási árfolyamok változékonyságában rejlik.

- Politikai és jogi kockázat, amely hatással lehet a külföldi befektetésekre. Kiemelve az adózási szabályok változásában rejlő kockázatot.
- Meghatározó kockázat típusnak számít, a nemfizetési kockázat. Befektetés során állhatnak fel olyan körülmények vállalatokban, amelyek meghiúsítják az üzleti tevékenység folytatását és csődbemenetelt eredményeznek.
- A likviditási kockázat a befektetett tőkéhez való hozzájutás nehézségéből fakad. Jó példa erre, amikor a tőzsdei aktivitás annyira alacsony, hogy képtelenség értékpapírokat eladni vagy venni.

2.3.2. CAPM-modell

A Capital Asset Pricing Model, vagyis a tőkepiaci árfolyamok modellje a pénzügyi eszközök kockázata és azok várható hozama közötti kapcsolatot írja le (Szász, 2018). A befektetők arra törekednek, hogy hatékony portfóliót állítsanak össze (Bárczi és Sóvágó, 2019). Attól lesz egy portfólió hatékony, ha a lehető legkisebb kockázat eltérése mellett a várható hozamokat maximalizálják.

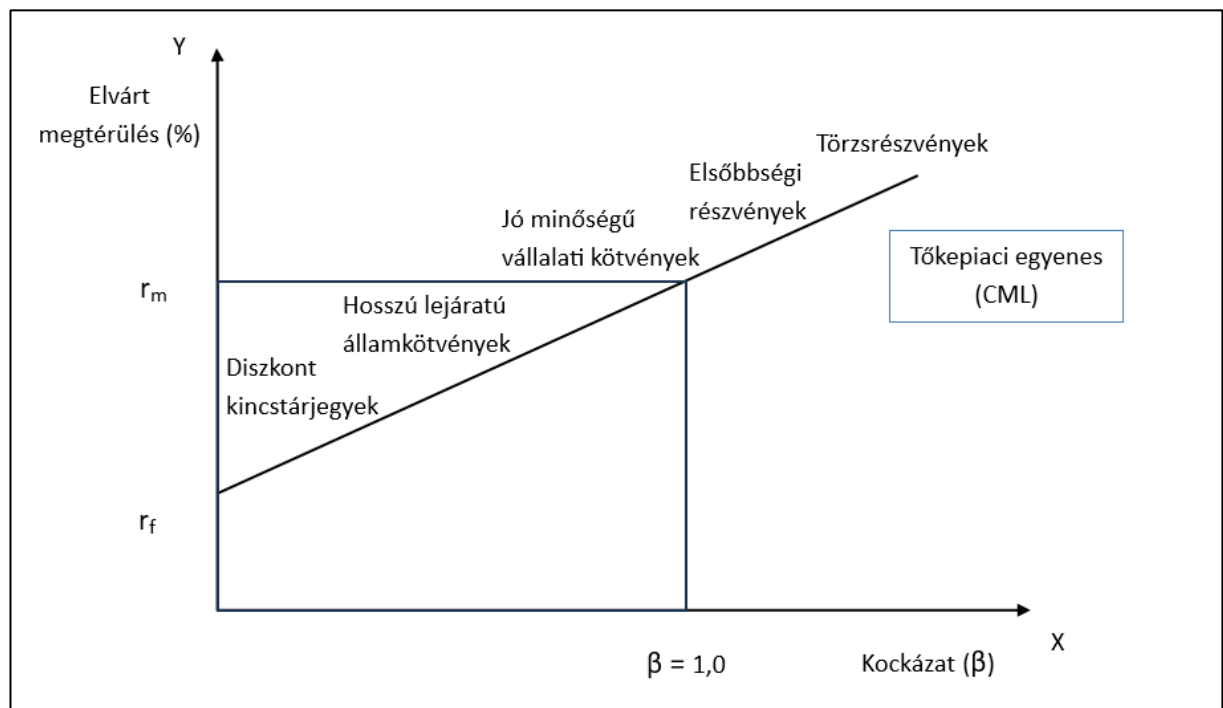
A modellben a hozam két elemből tevődik össze:

- Egy kockázatmentes kamatlábból, amely jelenti azt a hozamot, amelyet 100%-os bizonyossággal el lehet érni, vagyis az elvárt és realizált hozam között nincs különbség (Damodaran, 2002). Az állam jó adósnak minősül, hiszen ritkán válik fizetése képtelenné, ezért a kockázatmentes kamatlábat az államkötvények, vagy rövidlejáratú hitelviszonyt megtestesítő eszközökkel szokták azonosítani (Mitchell, 2018). A legtipikusabb példa erre a kincstárjegyek, hiszen állami garancia áll mögöttük és rövidtávra szóló eszközök. Viszont ezeket is fenyegetheti az inflációs, valamint az újra befektetési kockázat, amely tényezők az utóbbi időben különösképpen fennálltak a magyar állampapírpiacra.
- Valamint, egy kockázati prémiumból, amely Szász (2018) megfogalmazásában, egy adott papír várható hozamának a kockázat mentes kamatláb feletti többlete. Tulajdonképpen ez a többlet ellentételezi a befektetéssel együtt vállalt kockázatot (Bárczi és Sóvágó, 2019). A részvények tekinthetők olyan eszközöknek, amelyeken magasabb kockázati prémium érhető el, hiszen számolni kell az esetleges nemfizetési és csőd kockázatokkal is, valamint a részvények nem biztosított eszközök, mivel a befektetett tőkére nincs visszafizetési garancia (Mitchell, 2018)

Ezek alapján, ha a kockázat mentes kamatláb 3%, és a piac a felvállalt kockázatot további 4% prémiummal ellentételezi, akkor a teljes hozam 7% lesz.

Modell mivoltából, élünk néhány feltételezéssel a CAPM-el kapcsolatban:

- A befektetők árelfogadók és nem rendelkeznek piaci erővel
- Racionálisan fektetnek be, haszonmaximalizálásra törekednek
- Homogén várakozásokkal rendelkeznek
- Van lehetőség kockázatmentes kamatláb melletti hitelfelvételre és hitelnyújtásra
- Tökéletesen működnek a tőkepiacok, vagyis nincsenek adók, tranzakciós költségek, az értékpapírokat korlátlanul fel lehet osztani, mindenkinek elérhető minden információ, nincsenek intézményi korlátozások. (Szász, 2018)



3. ábra: Tőkepiaci egyenes

Forrás: Saját szerkesztés, Pálinkó és Szabó, 2008, és Bárczi, 2022 alapján

A 3. ábra vízszintes tengelyén a béta (β) jelenti azt a kovarianciát, amely egy bizonyos részvény és az egész részvénytőkepiac hozamai között mérhető (Pálinkó és Szabó, 2008). A piaci portfólió bétája (r_m) 1-el azonos, ehhez viszonyítjuk a piaci átlagtól kockázatosabb eszközök bétáját, ami nagyobb lesz 1-nél, és a piac egészétől biztonságosabb eszközök bétáját, ami kisebb lesz 1-nél (Damodaran, 2002). Továbbá, a 3. ábrán r_f jelenti a kockázatmentes hozamot, aminek bétája 0, r_m pedig a piac egészen elérhető hozamot, aminek bétája az előbb

említett 1. Kockázatosság szempontjából a tőkepiaci egyenesre illeszthető néhány jól azonosítható pénzügyi piaci eszköz. A 3. ábrán a kockázatmentes hozamhoz a legközelebb a diszkont kincstárjegyek állnak, hiszen azon kívül, hogy állampapírok, még rövid lejáratúak is. Majd a hosszú lejáratú államkötvényeket soroljuk kockázatosabbnak a hosszabb futamidejük miatt. Az ábra alapján a legkiegyensúlyozottabb bétájú eszköznek a jó minőségű vállalati kötvényeket értelmezhetők. Minősítésük alapján, valószínűsíthetően jó fundamentumokkal rendelkező adósságeszközök. A soron következő eszközök, amelyek az ábra alapján a legkockázatosabbak, a részvények. Ezek közül is inkább a törzsrészvények jelentenek nagyobb kockázatot az elsőbbségi részvényekkel szemben, hiszen nem jogosítanak fel bizonyos tulajdonlással kapcsolatos előnyökre.

Az elvárt hozam számításához az említett elemekből felírható egy képlet, amely a 3. ábrán is feltüntetett tőkepiaci egyenes képlete lesz.

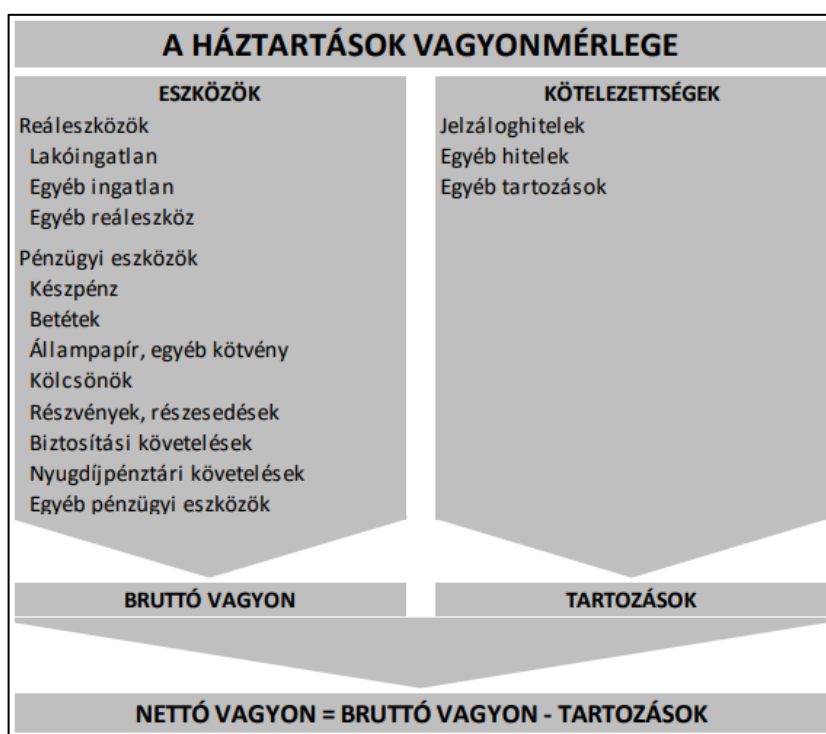
$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (3)$$

A képletben is jól látszik, hogy a várható hozam (r_e) a kockázatmentes kamatlábból (r_f) és a bétával (β) arányosított kockázati prémiumból áll. A képlet alapján a kockázati prémium azt a hozamtöbbletet jelenti, amely a piaci átlagos hozam (r_m) és a kockázat mentes kamatláb különbségeként írható fel. A CAPM-modellben lévő összefüggést a kockázatosság és a hozam között a tőkepiaci egyenes (SML – Security Market Line) fejezi ki (Pálinkó és Szabó, 2008).

2.4. HÁZTARTÁSOK, MINT BEFEKTETŐK

Pálinkó és Szabó (2007) a háztartásokat társadalmi szempontból a családdal, gazdasági szempontból pedig a gazdaság legkisebb entitásaként azonosítja. Ebben a közösségben az emberek gazdálkodási és szükségletkielégítési tevékenységet folytatnak. A miből élünk? – A háztartások pénzügyei című, Központi Statisztikai Hivatal által 2017-ben publikált tanulmány szerint, viszont gazdasági értelemben, a család nem feleltethető meg a háztartással (KSH, 2017). A háztartás egy olyan közösség, amelynek alapját a közös jövedelem és fogyasztás képezi, így akár egy személy is képezhet háztartást, amennyiben önmaga gazdálkodik.

A gazdálkodás során a háztartásoknál ugyan úgy merülnek fel bevételek és kiadások, mint egy vállalatnál, valamint történik még takarékoskodás, vagyonfelhalmozás. A háztartások vagyonát a vagyonmérleg mutatja be. (Pálinkó és Szabó, 2007)



4. ábra: Háztartások vagyonmérlege
Forrás: MNB (2020)

A háztartások bruttó vagyona, vagyis a vagyonmérleg eszközoldalán találhatók a reáleszközök, ennek legtipikusabb megjelenési formája a lakóingatlan, valamint találhatók még a pénzügyi eszközök. A háztartások mérlegében lévő olyan pénzügyi követeléseket, amelyek egy másik gazdasági szereplővel szemben állnak fenn, pénzügyi eszközöknek nevezzük.

„Egy háztartás pénzügyi eszközei olyan követelések, amelyek valamely más gazdasági szereplő tartozásai is egyében.”(MNB, 2020) A kötelezettségek oldalán jellegzetesen hitelek különböző fajtáit és tartozásokat találunk. A háztartás nettó vagyona a bruttó vagyon és a tartozások különbségeként adható meg.

A háztartások rendkívül fontos egységei egy gazdaságnak. A háztartások, vagy fogyasztók azok, akik a gazdaságban a termelési tényezőkkel rendelkeznek, és kínálják azt jövedelem ellenében az üzleti szféra szolgálatába (Samuelson és Nordhaus, 2016). A termelési tényezőkön belül is, kiemelt helyen szerepel a munka, és az abból származó munkabér. Kritikus kérdés, hogy a háztartások hogyan gazdálkodnak ezzel a jövedelemmel, mekkora részét fordítják fogyasztásra, mekkora hányadból lesz megtakarítás, továbbá, hogy a megtakarítást hova és hogyan áramoltatják.

Ezt a kritikus kérdést pedig az egyéni szabad döntések határozzák meg (Keynes, 1936). Ahogyan Keynes (1936) fogalmaz, minden egyes döntés, amit az egyének meghoznak arról, hogy fogyasszanak-e vagy sem, a gazdaságban keletkező összes jövedelem és abból származó összes megtakarítás mennyiségét befolyásolja.

Továbbá, egy másik, Modiglianitól (1986) származó életciklus elmélet szerint, a különböző korosztályok, az életciklusaiknak megfelelően máshogyan viselkednek a megtakarítási hajlandóságuk tekintetében. Fiatalkorban a relatíve kevés bevételek jellemzően nem tudják fedezni az életre való felkészülés kiadásait, amely negatív, de legalább is csekély megtakarítási rátát eredményez. Ugyanakkor, a magasabb bevételekből már megtakarításra képes középkorúak az inaktív korra való előkészületek jegyében tartalékolnak.

Ezzel párhuzamosan érvényesülhet Friedman (1957) elmélete a permanens jövedelemről, amely szerint a háztartások a jövőbeni jövedelmi várakozásaikhoz is igazítják megtakarításaikat, nem csak a jelenlegihez. A megtakarítási hajlandóság növekedését közvetlenül a bevételnövekedés okozza, ugyanakkor, ha a bevételek csökkennek, akkor az a megtakarítási hajlandóságot is csökkenti, de a megtakarítások feléléséhez is vezethet, attól függően, hogy a háztartások a jövedelemben bekövetkezett módosulást mennyire elhúzódónak ítélik meg. Mindezen elméleteket kiegészítve, Palócz és Matheika (2014) kiemelnek még egy fontos tényezőt, a gazdaságban a döntés pillanatában érvényes reálkamatot. Amennyiben a megtakarított összegek befektetésre kerülnek, a befektetett tőke után járó jövőbeli kamatnak reálértékkel kell rendelkeznie, hiszen részben azért mond le az egyén a jelenlegi költségekről, hogy a jövőben reál értelemben többet tudjon fogyasztani.

A befektetési magatartás szerves részét képezi, hogy milyen attitűdöt mutat a megtakarító a kockázatvállalással kapcsolatban. A fő kérdés, hogy mennyi kockázatot hajlandó eltűrni

magasabb várható hozam reményében. Ebből a szempontból három kategóriába sorolható az egyének viszonya a kockázathoz:

- Kockázatkerülők,
- Kockázat tűrők,
- Kockázat vállalók (Bod, 2012).

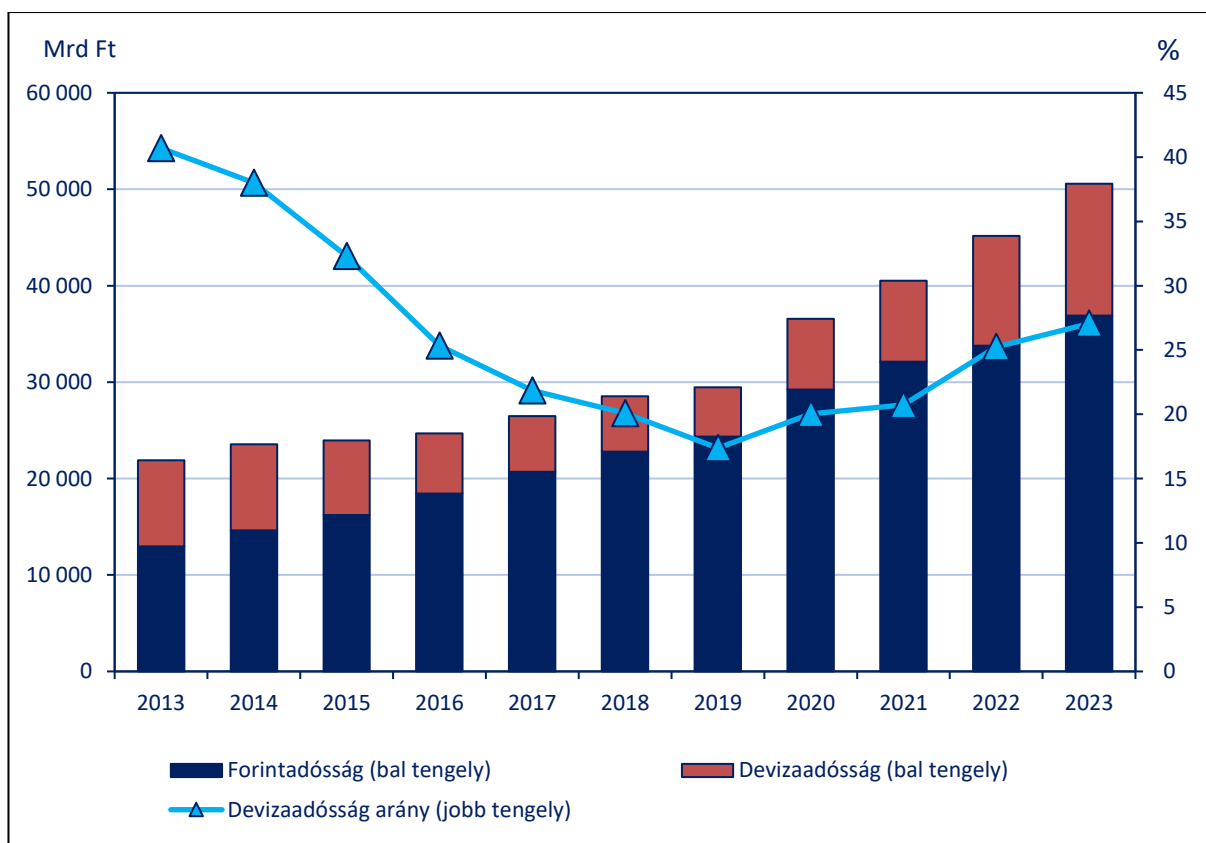
A felsorolásban jól elkülönített három kategóriába eső egyének hozamelvárásai is különböznek. A kockázatkerülők nem hajlandóak magasabb hozam reményében többet kockáztatni, inkább kerülnek azt. Azok, akik hajlandóak magasabb kockázatot eltűrni, magasabb hozam elvárással is rendelkeznek, mint azok, akik semennyi kockázatot sem vállalnak fel. Végül pedig akik kifejezetten a legkockázatosabb eszközök közül válogatnak, ők kiemelkedő hozamok reményében fektetnek be.

A háztartások kockázatkerülő magatartásának tekintetében, Balogh et. al. (2019) arról hivatkozik, hogy a legtöbb empirikus kutatás ezt azzal támasztja alá, hogy a háztartások eszközallokációs döntései következtében, a tőzsdei részvények alacsony részarányt képviselnek a portfólióikban. Azonban a kockázatkerülő magatartásnak elméletben magasabb diverzifikációval kellene párosulnia, azonban az empirikus kutatások azt eredményezték, hogy minél kockázatkerülőnek tartja magát egy háztartás, annál inkább idegenkedik a kockázatos eszközök tartásától, a kevésbé kockázatos eszközök felé fordulnak (Barberis – Huang, 2001 in, Balog-et. al., 2019)

3. LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍROK VIZSGÁLATA

3.1. ÁLLAMADÓSSÁG ÉS ÁLLAMPAPÍR KIBOCSÁTÁS

Magyarországba 2007-2008-ban gyűrűzött be a pénzügyi válság. A problémák nem csak a lakossági és vállalati devizahitelezésben, hanem az államadósság szerkezetében is megtestesültek. Az államadósság összetétele denominációs szempontból rendkívül egészségtelenné vált. A gondok a lakossági megtakarítások elégtelenségén, valamint a költségvetés hiányának deviza eszközökkel való finanszírozásán keresztül vezetett egészen 2013-ig. Magyarország adósságszerkezetében két problémát is azonosítottak. Nagy mértékben devizaforrásokra, másik nézőpontból, túlságosan külső forrásokra támaszkodott a gazdaság. Az 5. ábra bemutatja a magyar államadósság állományi adatait, forint és deviza bontásban 2013 és 2023 között, valamint, hogy milyen részarányt képviselt benne a devizában fennálló tartozás.



5. ábra: Államháztartási hiány alakulása forint- és devizaadósság szerinti bontásban
Forrás: Saját szerkesztés, Államháztartás pénzügyi számlái alapján (MNB Statisztika)

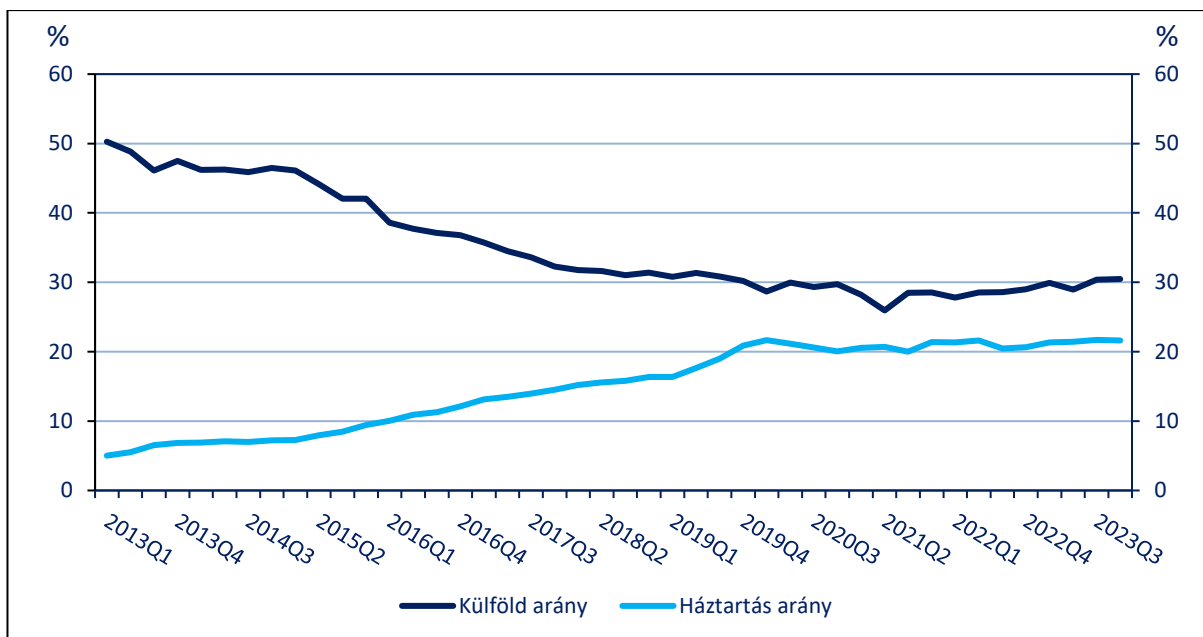
A nagy pénzügyi válság egy már 2007 előtt is pénzügyileg bizonytalan Magyarországot ért el. A magas, 70-80%-ra növekvő, GDP arányos államadóssági rátát, a magas devizaadósságot tovább tetőzték fiskális megszorítások.

Az 5. ábra arányt kifejező grafikonján jelentős csökkenést látunk egészen a vizsgált időszak közepéig. A vizsgált időszak kezdetén, több kormányzati és jegybanki beavatkozás mellett beindultak a forint alapú finanszírozást előtérbe helyező intézkedések. A nettó deviza alapú állampapír kibocsátás ezekben az években erősen negatív volt, tehát devizában többet törlesztett az ország, mint amennyi forrást devizában bevont. Továbbá, ez a forint állomány növekedése mellett valósult meg, tehát deviza adósságot cseréltek le forint alapúra. A megnövelt belföldre szánt állampapír kibocsátások lehetővé tették, hogy az ÁKK forintért devizát vásároljon a jegybanknál, amelyet a deviza adósságok törlesztésére lehetett fordítani.

2019-ben lokális minimumát érte el a deviza arány, innentől kezdve újból növekedés látható a mutatóban, azonban az állományi adatokban is látszódik gyarapodás. Ez, az ebben az időszakban kedvező kamatkörnyezetben történt deviza hitel felvétellel, valamint deviza kötvény kibocsátással magyarázható. Az érkező források a COVID-19 járvány elleni hatékony védekezés, valamint az azt követő gazdaságélénkítő programok finanszírozására kerültek felhasználásra. Amíg 2021-ben a bruttó deviza finanszírozás 544 milliárd forint értékben történt, addig 2022-ben több mint 1500 milliárd forint értékben, majd 2023-ban pedig közel 3000 milliárd forint értékben, kötvénykibocsátás, vagy devizahitelfelvétel formájában. Ezen felül, kisebb mértékben pedig a belföldi lakosok euróban denominált lakossági állampapír vásárlásaival magyarázható, hiszen egy bizonyos sorozatot devizában is meg lehetett vásárolni.

A forint adósság terén pedig az állományok, a vizsgált időszakon végig megállapítható, töretlen lakossági állampapírvásárlás miatt növekedtek. A célzott programok, attraktív konstrukciók hatására jelentős kereslet alakult ki belföldön a forint alapú állampapírok iránt.

A vizsgált időszak elején azonban a kellemetlen deviza részarányon túl problémát jelentett a jelentős mértékben külföldi megtakarításokból finanszírozott államadósság. A 6. ábra azt szemlélteti, hogy a háztartások és a külföld milyen arányban finanszírozta az államháztartást.



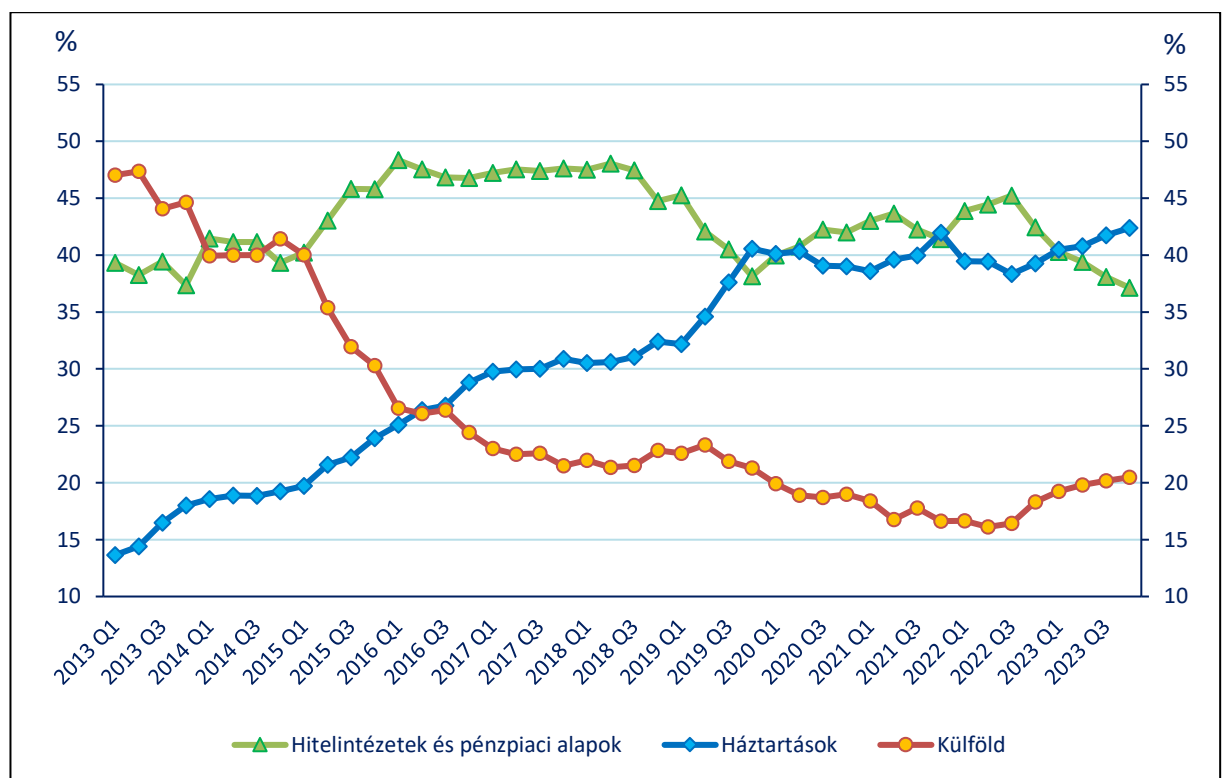
6. ábra: A háztartások és a külföld finanszírozása az államadósságban
 Forrás: Saját szerkesztés, Államháztartás pénzügyi számlái alapján (MNB Statisztika)

Láthatóan az időszak elején a belföldi háztartások a 10%-os részarányt sem érve el, viszont a külföld igen jelentős mértékben finanszírozta a magyar államháztartást. A 6. ábrán látható javulást a korábban is említett, belföldi forrásokra való áttérést támogató programok hatásaként magyarázható. Az ÁKK elkezdett a belföldi piacra kibocsátani a külföldre szánt kibocsátások csökkentése mellett. A külföldi részarány 2017-2018 óta 30% körül stabilizálódott, azonban a háztartási részarány, habár jelentősen növekedett, még a későbbi években is 10 százalékpontos lemaradásban volt. Ezen arány stagnálását a lakossági kereslet élénkülésével szembeni jelentős deviza forrásbevonások okozták, hiszen ezen források tulajdonosai jellemzően külföldi befektetők.

A devizaadósság részarányának magas szintje az államra nézve számos kockázatot hordoz magában. Alapvetően elsősorban az árfolyamkockázat az, amivel a devizában lévő adósságinstrumentumok tekintetében számolni kell. A deviza árfolyam gyengülés értelemszerűen igen kedvezőtlenül érinti az adósságot, hiszen egységnyi devizában fennálló adósság egyre nagyobb lesz a leértékelődéssel. A leértékelődés pillanatától kezdve az államadósság refinanszírozása egyre drágább lesz, hozzátevé, hogy bizonyára a kamatkidadások is egyre kellemetlenebbül érintik a központi költségvetést. Mindezek mellett ezeket a kamatokat a megfelelő devizában kell kifizetni, így tehát elengedhetetlen szerephez jut a devizatartalék megfelelő szinten tartása. Amennyiben mégis elégtelenül fedezné a tartalék ezeket a kiadásokat, kénytelen lenne az ország a piacról beszerezni a devizát, ezzel még tovább drágítani az

adósság finanszírozást. Ezen tényezők hozzájárulnak a visszafizetéssel kapcsolatos bizalom megrendülésében, ami általánosságban azt eredményezi, hogy egyre drágábban kell tovább hitelezni az államháztartást. A túlzott és indokolatlan devizaadósság vállalásával nem csak rendkívüli kockázatnak lehet kitéve egy ország, de tervezhetetlenné, és kiszámíthatatlanná válhat a finanszírozás.

A vizsgált időszak elején, megkezdődtek az államadósságon belül, a külföldi tulajdon arányának csökkentésére irányuló programok, intézkedések, melyet a jegybank 2014 április 24-én Önfinszírozási program néven vezetett be. A programban célul tűzték ki a magas külső eladósodottság, valamint a magas refinanszírozási igények csökkentését. Ezekkel párhuzamosan csökkenteni kellett a külföldi befektetők részarányát, és előtérbe helyezni a háztartások, valamint a belföldi bankok általi finanszírozást, hiszen utóbbiak, az állampapír piacon való megjelenés helyett, a felesleges likviditást az irányadó jegybanki instrumentumban kötötték le. A 7. ábra bemutatja, hogy a témában releváns gazdasági szektorok milyen arányban tulajdonoltak forintban kibocsátott állampapírokat.



7. ábra Releváns tulajdonosi szektorok aránya a forint állampapírok piacán
 Forrás: Saját szerkesztés, Idősoros értékpapír statisztika adatai alapján (MNB Statisztika)

A vizsgált időszak elején, ahogyan azt már korábbi ábrák már bemutatták, kiemelkedően a külföld dominált. Az Önfinszírozási program hatására viszont az Államadósság Kezelő

Központ a lejáró külföldi devizaadósságokat már forintból finanszírozta újra, amelyre akkor még mindig erős volt a külföldi kereslet. Azonban a forintalapú adósságeszközöknek, ahogyan a 7. ábrában látható, a bankszektor lett a legnagyobb vásárlója. Ez az Önfinszírozási program egyik lényegi elemének hatása volt, amely a hitelintézetek jegybankban lekötött forrásainak átcsatornázására irányult, hogy a bankok ezen forrásokat az állampapír piacon használják fel. A hitelintézeti források átcsoportosításának számottevő hatása után, a külföldi részarány csökkenése mellett, a lakosság is egyre inkább támasztott keresletet az állampapírok iránt. A lakossági megtakarításokban történt átcsoportosítások is hozzájárultak azon források felszabadulásához, amelyekből állampapírokat lehetett venni, azonban ezt a témát a későbbiekben fejtem ki részletesebben.

Népszerűek lettek ezek a kibocsátások, a meghirdetett mennyiségeket jócskán felülmúló túlkereslet alakult ki az aukciókon. Az ÁKK bankokon, takarékszövetkezeteken, továbbá a postai szolgáltatón keresztül is értékesítette lakossági termékeit a lakossági program keretében. A széles értékesítési csatornákon túl, a lakossági megtakarítások bevonzásához jótékonyan hozzájárult az attraktív árazás, a nagy volumenű marketing kampányok, a digitalizálás felé tett lépések, valamint az egyre szélesedő lakossági termékpaletta, amelyet a későbbiekben részletesebben is kifejték. Mindezen ösztönzők hatására a diagrammon is jól látható fejlődés ment végbe a háztartási részarányban.

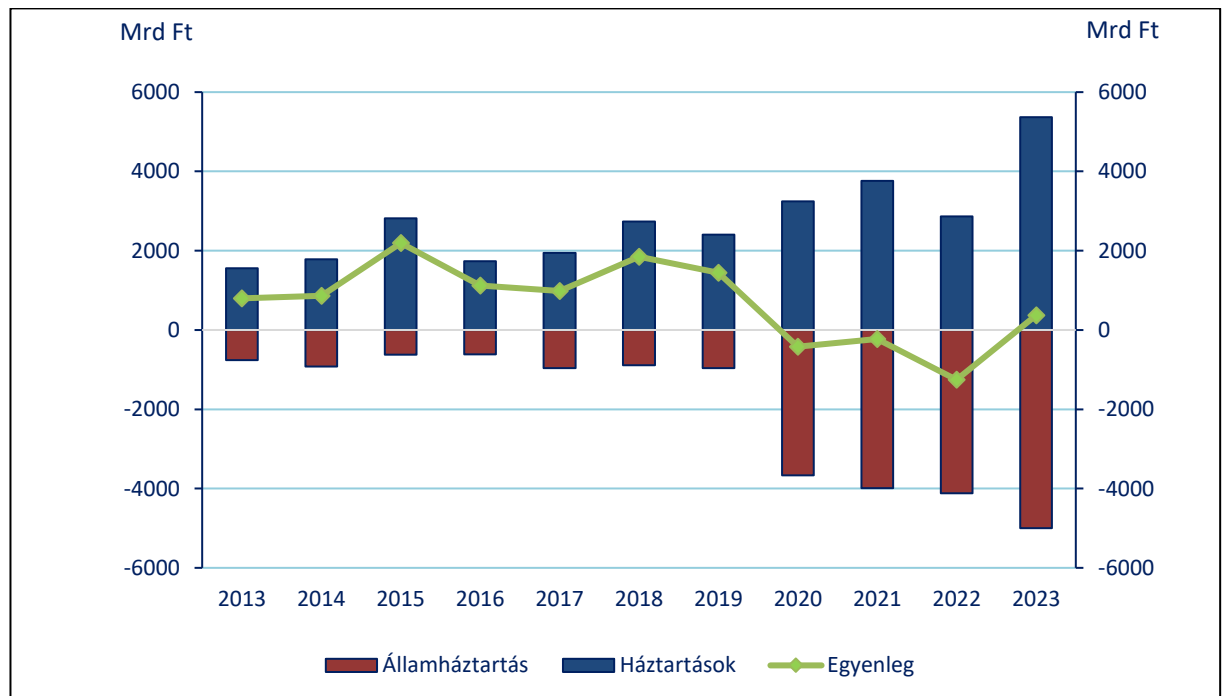
A kifejlesztett államkincstár applikációval még egyszerűbbé és elérhetővé vált az értékpapírvásárlás, hozzáátve, teljeskörű díjmentesség mellett. Így tehát értelmetlenné vált közvetítőn, hitelintézeten keresztül vásárolni ezekből az értékpapírokból, ahol jóeséllyel szembeüthettek a befektetők tranzakciók utáni, de legalább is számlavezetési díjakkal. A 7. ábra jól bemutatja, hogy 2019 és az azutáni időszakban tapasztalható volt egy számottevő előretörés a háztartási tulajdonlásban. A kiemelkedő növekedést, az akkor megjelenő, igen népszerű új lakossági állampapírnak tulajdonítható. A Magyar Állampapír Plusz 2019 év végi piaci állománya meghaladta a 3000 milliárd forintot, a 2020-as év végi állomány pedig 5200 milliárd forint volt. Ezentúl 2019-ben az állampapírok egy igen széles, és kimondottan lakossági ügyfeleknek értékesített körének kamata vált kamatadó és szociális hozzájárulási adó mentessé, ami ugyancsak tetőzte a népszerűséget.

Kijelenthető tehát, hogy a jelentős külföldi kitettségek mérséklése irányába tett erőfeszítések kifizetődtek. A belső forrásokra támaszkodás, a háztartási megtakarítások aktivizálása valóban nagyon kedvezően alakult a vizsgált időszakban. A pénzügyi sérülékenység csökkentésében a háztartásoknak hatalmas szerepe volt. Minden szempontból biztonságos, hogy

az államadósságnak egy jelentős része belföldi kitettségekben van, így apad a külső adósságteher. Javult az ország megítélése befektetői szempontból is, olvadni kezdett az országkockázati prémium, a hitelminősítők 2016-ban a befektetésre ajánlott, vagyis BBB vagy Baa kategóriába minősítették Magyarország adósságbesorolását. A biztonságosságon túl pedig a kamatjövedelmek is belföldön realizálódnak, nem mellesleg egy ideje már adómentesen. A korábbiakban megállapítottak alapján tehát a sérülékenység szempontjából jótékony hatással van az államadósságra, ha a hiányt belföldi forrásokból finanszírozzák. Ugyanakkor hozzá kell tenni, hogy az ezzel járó speciális tételek bizonyos mértékben drágítják a finanszírozási folyamatot. A drágulást itt persze nem a kamatteher jelenti, hanem az infrastruktúrából eredő költségek. Az időszakban fenn kellett tartani a Magyar Államkincstár forgalmazási és ügyintézési pontjait, valamint fiókjait. Ezen felül fejlődött, digitalizálódott az értékpapír forgalmazás, elérhetőek lettek az értékpapírszámlák a mobiljainkon, számítógépünkön, ahol szabadon adhatunk-vehetünk állampapírokat. Az ingyenes számlanyitás, számlavezetés, az informatikai támogatás, infrastruktúra, az ügyfélszolgálat, a több mint 2000 forgalmazási pont működtetése, az applikáció és weboldal üzemeltetése, karbantartása bizonyára meredek költségekkel járhat az államkincstárnak.

3.2. HÁZTARTÁSOK MEGTAKARÍTÁSAINAK ALAKULÁSA A VIZSGÁLT IDŐSZAKBAN

A vizsgálati időszakban a támogató programok sikeresen elérték céljukat a belső források aktivizálása szempontjából. A belső forrásokra támaszkodás pedig azt jelenti, hogy a háztartási szektor megfelelő finanszírozási képességekkel bír a nemzetgazdaságban. Ez továbbá azt jelenti, hogy a felhalmozott megtakarítást, a felhalmozott többletforrásokat valamely másik szektor rendelkezésére lehet bocsátani. Ennek a partnerszektornak pedig az államháztartásnak kell lennie, hiszen a finanszírozási képességet a háztartások, valamint az államháztartási hiány perspektívájában kell vizsgálni. A 8. ábra bemutatja a finanszírozási képesség fő mutatót.



8. ábra Finanszírozási képesség főmutató

Forrás: Saját szerkesztés, Idősoros pénzügyi számlák adatai alapján (MNB Statisztika)

Egy nemzetgazdaságban, a termelés és újraelosztás folyamata közben jönnek létre olyan gazdasági szektorok, amelyek többletforrásos állapotban vannak. Ezen többletforrások alkalmasak lesznek arra, hogy más szektorok forráselégtelenségeit, deficitese működését finanszírozzák. Finanszírozási szempontból a két legtipikusabb szektort szokás összevetni, hogy megkapjuk egy nemzetgazdaság pénzügyi számláinak főmutatóját. Amint a 8. ábra is mutatja, a főmutató a háztartások többletforrásait, vagyis a nettó pénzügyi megtakarításait, valamint az államháztartás adott éves finanszírozási igényét összesíti.

2013-tól 2019-ig a háztartások többsége jól tudta fedezni az államháztartás tartósan alacsony finanszírozási igényét, az egyenleg ebben az időszakban a pozitív tartományban volt. Ez azért is kiemelkedő, mivel a 2008-as pénzügyi válság egyik fontos tényezője az eladósodás volt, a hitelfelvétel pedig negatívan hat a finanszírozási képességre, hiszen bővíti a vagyonszerű forrás oldalát, csökken a nettó vagyon. A nagy pénzügyi válságból való kilábalásban pedig a háztartásokból már nem hitelfelvevők lettek, hanem erőteljesen hiteltörlesztésekbe kezdtek. A vizsgált időszakot megelőzően, valamint a vizsgált időszak elejére jelentős változások mentek végbe a fiskális politikában is, amely hatására lecsökkent a deficit. Magyarország ellen a 2004-ben indított túlzott deficit eljárás 2013-ra meg is szűnt. Bevétel oldalon bevezetésre került a tranzakciós illeték, a távközlési adó, a közműadó, a biztosítási adó, növekedtek a forgalmi adóbevételek, megjelentek az online pénztárgépek, foglalkoztatást bővítő intézkedéseket hajtottak végre, közfoglalkoztatási program indult. A nyugdíjrendszer reformálása, a gyógyszer-támogatási rendszer javítása, a közösségi közlekedésben történt átalakítások, a költségvetési fejezetek általános kiadáscsökkentése hozzájárult a kiadásoldal enyhítéséhez. A hitelállomány zsugorodás, a megtakarításokra ható óvatossági motívum, az államháztartás alacsony finanszírozási igényének hatása áthúzódott a vizsgált időszak elejére is. Azonban az adósság és hiány probléma kezelésére meghozott intézkedések, a jelentős finanszírozási igény mérséklés, a háztartási szektor hiteltörlesztő magatartása, valamint a vállalati szektorban beszakadó hitelkereslet komolyan fenyegette a gazdasági növekedés kilátásait.

2015-ben látható egy jelentős kiugrás az egyenlegben. A háztartásokat érintve, a hitelkereslet további moderáltsága, valamint a megtakarításokban fellelhető óvatossági motívum mellett jelentősen növekedett a reáljövedelem, valamint a devizahitelek forintosításának hatására a háztartásokra továbbra is inkább hiteltörlesztő viselkedés jellemző. A költségvetési hiányt érintő intézkedéssorozatoknak köszönhetően a 2013-at követő években is jelentős mértékben mérsékelni tudták az államháztartás finanszírozási igényét. Az akkori finanszírozási igény a GDP 1%-át tette ki, amely historikusan is egy nagyon alacsony érték. Beérni látszottak az adóbevételek és foglalkoztatás növelésére, valamint a kamatkiadások csökkentésére indított programok. Tulajdonképpen a korábbi időszakban kialakult hatások, beavatkozások sorozata, valamint az értékpapírok iránti általános keresletnövekedés produkált egy kiemelkedő egyenleget 2015-ben, valamint ezen hatások a következő években is folytatódtak, a hitelezési aktivitás elenyésző fokozódásával. Ezen a területén érdemes kiemelni a lakáshitelek iránti kereslet élénkülését, hiszen egy lakásvásárlás közvetlenül növeli az eladó nettó pénzügyi megtakarításait, ezzel tovább erősítve a háztartási finanszírozási képességet.

2018-ban és 2019-ben is jelentős volt a finanszírozási egyenleg, a háztartási megtakarítások jelentős mértékben emelkedtek, az állampapírok utáni kereslet folyamatos rekordokat döntöttetett a tranzakciók számában. A hitelezés jelentősnek tekinthető, a használt lakás vásárlás kiemelkedően alakult, így hangsúlyos az ennek a megtakarításokra gyakorolt hatása is. A költségvetésben továbbra is fennmaradt a fiskális fegyelem, az alacsony finanszírozási igény melletti működés. Bevétel oldalon továbbra is szignifikánsak voltak az adóbevételek, kiadás oldalon apadtak a kamatkiadások, a kamatkörnyezet tartósan alacsony szintje jótékony hatással volt az adósságteherre.

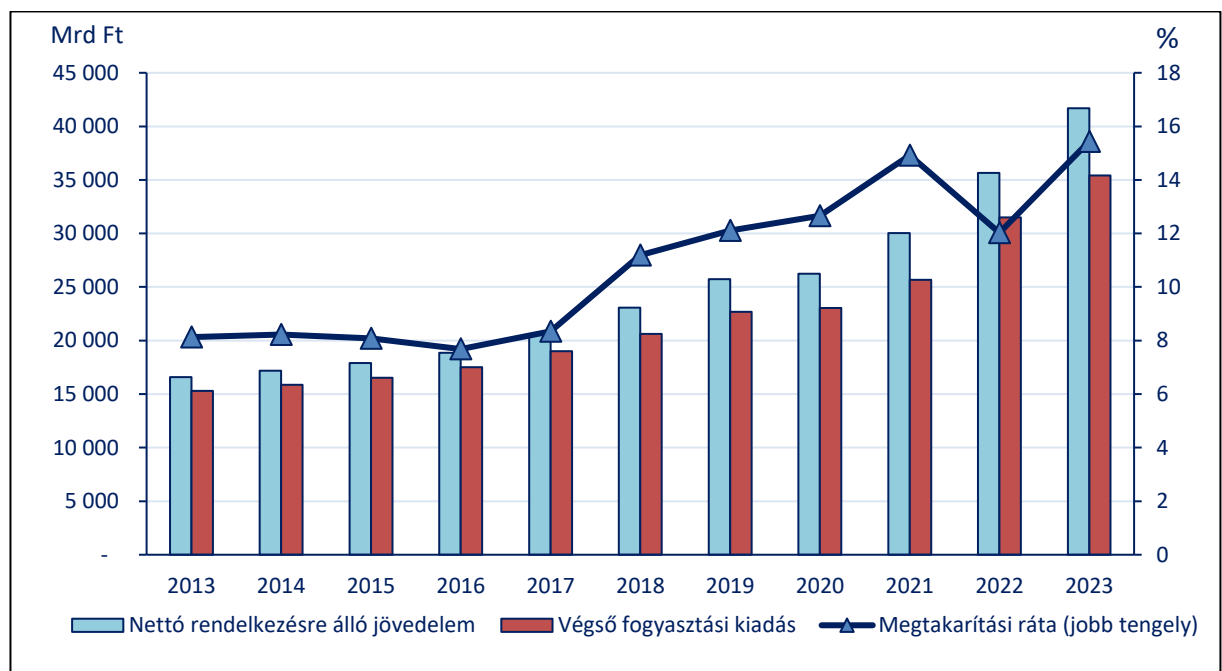
2020-tól kezdődően jelentős változásokat lehetett tapasztalni. Súlyosan és hirtelen megnőtt az államháztartás finanszírozási igénye, azonban ezzel párhuzamosan a háztartási szektor többlete is gyarapodott. Az államháztartás költekezéseivel kapcsolatban a koronavírus járvány elleni védekezés, a lassuló gazdasággal járó adóbevétel zsugorodás, valamint a gazdaságvédelmi intézkedések rengeteg forrás felemésztéséért felelősek. 2021-ben a járvány csillapodásával párhuzamosan újra erősödtek az adóbevételek, viszont kiadás oldalon át kellett ütemezni beruházásokat az egyenleg kedvezőbb alakulásához. A háztartásoknál a lezárások, korlátozások következtében kialakult kényszermegtakarítást tetőzte a járvány terjedésével párhuzamosan kialakuló válsághelyzet rémképének hatására újra megjelent az óvatossági motívum. A kényszermegtakarítást valamelyest enyhítette a 2021-ben tapasztalt, korábban elmaradt fogyasztási kiadások pótlása. A töretlen lakossági népszerűségnek örvendő állampapírokban történő állománynövekedést tovább erősítette a jelentős hozamelőnyt biztosító MÁP+. Azonban a lakosság köreiben megfigyelhető volt, hogy a bizonytalanság hatására hajlamosak a likvid eszközök felé fordulni, a folyószámlán tartani megtakarításaikat. A folyószámlán tartott összegek reálértékét pedig jelentős mértékben rontotta a 2022-ben felgyorsult infláció, amely a megtakarításokban is meglátszódott. Költségvetési oldalon a törvényben előírányzott újabb adóintézkedések kiegészítették a növekedésnek indult adóbevételeket, azonban a kiadások között is jelentek meg kellemetlen új tételek. Ilyen volt az energiaárak növekedésének hatására megnövekvő lakossági rezsitámogatás, a rendőröknek és katonáknak juttatott hathavi fegyverpénz, 13. havi nyugdíj, otthonfelújítási program, vagy, mint legjelentősebb tétel a személyi jövedelemadó visszatérítés. Ez utóbbi tétel egyfelől tovább nehezkedett a költségvetési kiadásoldalon, ellenben a háztartások széles köre a tartozásaik rendezésére, valamint a válság alatt is pénzügyileg stabilan gazdálkodó háztartások jellemzően a megtakarításaik növelésére használták ezt az összeget, természetesen állampapírok vásárlásán keresztül. Az intézkedés finanszírozási szempontból egyfelől jótékonyan

hatott a háztartások finanszírozási képességére, azonban tovább rontotta a költségvetési fegyelmet. Mindezzel párhuzamosan a 2022. évben a kamatkiadások átlépték a 2000 milliárd forintot (2103 milliárd), majd 2023-ban már több mint 2700 milliárd forint (2764) volt a központi költségvetés kamatkiadása. A kamatteher növekedés a robosztus állampapír állományon, az infláció és kamatkörnyezet növekedésének hatására egyre növekedett. 2023-ra a háztartások megtakarításaira az infláció már egészen máshogy hatott. A 20%-ot is meghaladó infláció mellett a lakosság a fogyasztása csökkentése mellett döntött, azonban ez jó-tékonyan hatott a megtakarításokra. Ezzel párhuzamosan az állampapír piacon kialakult óriási hozam is hozzájárult ahhoz, hogy minél több jövedelmet kössenek le a kockázatmentesnek ítélt eszközben. A fogyasztás csökkentés a háztartások részéről megjelent az elmaradó adóbevételekben is.

A 8. ábra legaggasztóbb része egyértelműen a 2019-et követő időszak. Az államháztartás finanszírozási igénye a korábban említett indokokból kifolyólag egyik évről a másikra a négyszeresére duzzadt. A negatív egyenleg egyfelől azért problémás, mert a háztartások megtakarításai elégtelenül fedezik a finanszírozási igényt, másfelől azért is kellemetlen az ábra, mert a gazdaságban nem csak az államháztartásnak van finanszírozási igénye, hanem általában a vállalati szektornak is. Ha a vállalati szektor nem tud saját forrásból beruházni, akkor kénytelen vagy másik belföldi szektor többletét erre használni, vagy külföldről forrást bevonni. Azonban nem csak a vállalati szektor fordulhat a külföldi források bevonásához, hanem az államháztartás is. Az MNB által közölt pénzügyi számlák arról tanúskodnak, hogy 2020 és 2023 között jelentősen megnőtt a külföldi szektor finanszírozása, nem csoda, hiszen mind az államháztartás, mind a nem pénzügyi vállalati szektorban rendkívüli finanszírozási igény ütötte fel a fejét. Korábbiakban már említésre került az államadósságkezelő jelentősen megnövelt devizakötvény kibocsátása 2019-et követően. Ezen forrásokat javarészt a gazdaságélénkítő, támogató csomagok, a választásokat kormányzati oldalról támogató jóléti intézkedések programjaira, valamint a lakossági energiatámogatások finanszírozására költötték el. Az eladósodás a kamatkiadások ugrásszerű növekedésének szempontjából is elég kellemetlen. 2019-től 2021-ig a központi költségvetés éves kamatkiadásai nem érték el az 1500 milliárd forintot. Majd 2022-ben ez a tétel átlépte a 2000, 2023-ban a 2700 milliárd forintot. Összehasonlításként, a 2023-as kamatkiadás több mint duplája, a „rezsicsökkentési program” védelmére, a felszökő energiaárak kezelésére létrehozott „Rezsivédelmi Alap” elkülönített összegének (1168 milliárd forint). A GDP volumenváltozás 2021 közepén, a koronavírusválságot követő gyors visszapattnás (+17,8%) után még néhány negyedévig

kiemelkedő maradt (4%-7%), azonban 2023-ban a mutató 0 körül, de inkább a negatív tartományban ingadozott (-2,6%-1,1%). A jelentős külföldi deviza forrás bevonás, a 3000 milliárd forintot közelítő éves kamatkiadás párosult a megtakarításokat érintő óvatossági motívummal és a lassuló gazdasági növekedéssel, vagy inkább visszaeséssel. A helyzet újra felidézi a 2008-as pénzügyi válságot követő problémákat az államadósság egészségtelen összetételében.

A keletkező megtakarításokhoz visszatérve megállapítható, hogy a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása, bár esetenként fiskális ösztönzők hatására, de a vizsgált időszakban kiemelkedő volt, azonban a hirtelen és kellemetlenül megugró költségvetési kiadások miatt az egyenleg 2020-tól a negatív tartományban ragadt. Azonban, ha figyelmen kívül hagyjuk a fiskális ösztönzők hatását, jelentős béremelkedés és munkanélküliség csökkenés ment végbe az időszakban. A megtakarítás definíciójából kiindulva, miszerint az a jövedelem fogyasztásra el nem költött része, a következőkben a háztartások jövedelmét és fogyasztását vettem össze. A magyar háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, a végső fogyasztási kiadásait, valamint ezek alapján a megtakarítási ráta alakulását a 9. ábra mutatja be.



9. ábra: Háztartások megtakarítási rátája a nettó rendelkezésre álló jövedelem és végső fogyasztási kiadás alapján

Forrás: Saját szerkesztés, háztartások jövedelmi és fogyasztási adatai a nemzeti számlák alapján (KSH)

A nettó rendelkezésre álló jövedelem olyan jövedelemösszeg, amelyet tisztán fogyasztásra és felhalmozásra lehet fordítani. A végső fogyasztási kiadások közé pedig olyan kiadások

sorolhatók, amelyeket közvetlenül az egyéni szükségletek kielégítésére fordítottak. A tipikus háztartások erősen támaszkodnak a munkabérből származó jövedelmeikre amikor költségvetést készítenek, azonban a második legnagyobb ilyen tétel a tulajdonból származó jövedelem, például osztalék, kamat.

Mint látható a 9. ábrán a háztartásoknak figyelemre méltó módon nőtt a jövedelme, amelyre több tényező is hatott. Erősen hozzájárult a munkabérek alakulásához a minimálbérek alakulása. A legkisebb munkabér összegének emelése jótékonyan hat a magasabb bérkategóriák felfelé történő mozgására. Amíg 2013-ban a minimálbér havi összege csupán 98.000 Ft volt, addig 5 év alatt 138.000 Ft-ra nőtt. 10 év alatt, 2023-ra a legkisebb munkabér összege 232.000 Ft lett, azonban 2023 decemberétől már érvényes volt a következő évi minimálbér emelés is, 266.800 Ft-os összeggel. A minimálbéremelés nyomást helyez a magasabb bérkategóriákra, bérrendezés történik, azok felfelé tolódnak. A 3. táblázat bemutatja a vizsgált időszak átlag- és reálkereseteinek, a fogyasztóiár-index és a munkanélküliség éves alakulását.

3. táblázat: Reálkeresetekkel kapcsolatos releváns mutatók és munkanélküliség

Év	Nettó átlagkeresetek, kedvezmény nélkül, Ft	Nettó átlagkereset index, nettó (előző év = 100%)	Fogyasztóiár-index (előző év = 100%)	Reálkereseti index, nettó (előző év = 100%)	Munkanélküliségi ráta
2013	151 118	104,9	101,7	103,1	9,8
2014	155 690	103,0	99,8	103,2	7,5
2015	162 391	104,3	99,9	104,4	6,6
2016	175 009	107,8	100,4	107,4	5,0
2017	197 516	112,9	102,4	110,3	4,0
2018	219 412	111,3	102,8	108,3	3,6
2019	236 931	111,3	103,4	107,6	3,3
2020	260 144	109,8	103,3	106,3	4,1
2021	283 234	108,9	105,1	103,6	4,1
2022	332 487	117,4	114,5	102,5	3,6
2023	379 836	114,2	117,6	97,1	4,1

Forrás: Saját szerkesztés, KSH adatai alapján

A minimálbér mellett a további munkabérek növekedését indukáló tényezők közé érdemes sorolni a foglalkoztatottságot is. 2013-ban a 15-64 éves korosztályokba tartozó népesség 58,1%-a dolgozott, 2023-ra ez a szám 75% közelébe emelkedett. Ezzel párhuzamosan, ahogyan a 3. táblázat is mutatja jelentősen javult a munkanélküliség, amely hatására már munkaerőhiány is kialakult, így elég feszes munkaerőpiaci feltételek teljesültek. A vállalatok kénytelenek voltak egyre magasabb béreket kínálni a munkaerőszükségletek kielégítésére, amely a vizsgált időszak egészen érvényesült. A nominális bérek terén 2013 és 2016 között egyszámjegyű, 3-4% környéki, növekedés tapasztalható. Azonban 2017 és 2023 között, két kivételes évvel, ezek a bérnövekedések már 10-15 százalék környékiek voltak. Ennek hátterében egy sikeres, hatévre szóló bérmegállapodás húzódik. Ezen megállapodást követően 2017-re 15%-os, 2018-tól 8%-os minimálbérnövelést, a bérminimum tekintetében 2017-re 25%-os, 2018-tól 12%-os emelkedést állapítottak meg. Ezeken felül a kormány ígéretet tett a bérekkel kapcsolatos adók előirányzott csökkenésére is, ezzel ellentételezve a mesterséges béremelésen keresztül a munkáltatókra helyezett nyomást. A 2017-es, 18-as, valamint még a 2019-es évben is a bérnövekedést hajtó tényezők a minimálbéremelés és a munkaerőhiány volt. A COVID válsággal súlytott években jellemző volt a teljes munkaidőből a részmunkaidős beosztásba való áttérés, amely összetételi változás felfelé tolta az átlagbéreket, amelyet tetőzött, hogy kiemelkedő év végi prémium kifizetések voltak jellemzők. A kereseteket a későbbiekben is a minimálbér növelésnek volt köszönhető. 2021-ben, de 2022-ben leginkább volt jelentős a minimálbér emelés, hiszen 2022-re az addigi 167 400 Ft-os minimálbéren egy közel 20%-os növelést hajtottak végre, amely 200 000 Ft-ra állította be a legkisebb munkabér összegét.

Tehát, a vizsgált időszakban a keresetek, de leginkább az időszak közepét jellemző reálkeresetek erős növekedése jótékony hatással volt a megtakarítási rátára. A 9. ábra megtakarítási ráta grafikonja 2017 után jelentős növekedésbe kezd, kis megtorpanással 2022-ben. A megtakarítási rátában is megjelenik a 6 éves bérmegállapodás után bekövetkező reálkereset növekedés, valamint, a 2019-ben megjelent újak számító és jól kamatozó lakossági állampapír konstrukció, a MÁP+ is motiválhatta a háztartásokat arra, hogy jövedelmükből többet takarítsanak meg. A növekvő trend ezután a vizsgált időszak hátralevő részének egészére érvényesül, azonban különböző hatások hajtották a mutatót.

Visszatérve a COVID válsághoz, korábban már említésre került az óvatossági motívum újbóli megjelenése. A koronavírus járvány legnehezebb éveiben, 2020-ban, valamint 2021-ben a háztartások jellemzően csökkentették, késleltették fogyasztásukat, a válsághelyzetre visszavezethetően inkább megtakarítottak. Az óvatosság párosult azzal, hogy járványügyi

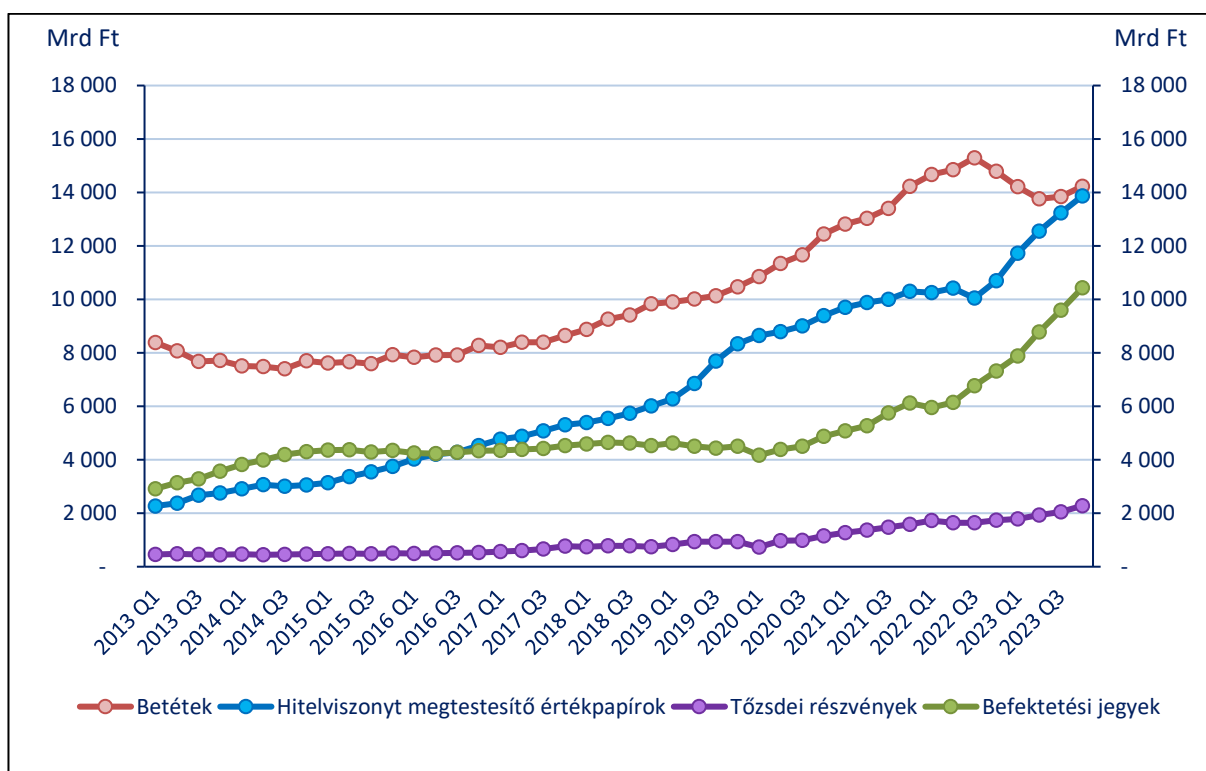
korlátozások alá estek olyan szolgáltatások, mint az éttermek, szállodák, különböző rendezvények, tehát tulajdonképp a háztartások fogyasztási lehetőségei is mérsékeltek voltak. További tényező, amely tetőzte az óvatossági megtakarítást és magyarázatot ad a 2021-es kiemelkedő értéknek, az érvényben lévő hitelmoratórium, amely a havi törlesztőrészletet hagyta a háztartásoknál, valamint az ebben az évben visszavezetett 13. havi nyugdíj is tovább serkentette a mutatót.

2022-ben látható csökkenés, a visszaesést, mint a korábbi növekedést, több tényezővel lehet magyarázni. 2022-re a gazdaságot jelentős inflációs nyomás érte el. Ezen inflációs nyomás az élelmiszerárak drasztikus növekedéséből, az orosz-ukrán háború miatt Európában kialakult energiaválságból és az energiaárak megugrásából eredeztethető. Továbbá, a háztartások a járvány alatt visszafogott fogyasztásukat a korlátozások feloldásával előszeretettel kompenzálták ebben az évben, amely eltolt fogyasztás egy növekvő inflációs időszakba csúszott. A végbemenő drágulás az óvatossági motívummal szemben akár arra is serkentette a háztartásokat, hogy fogyasztásaikat ne késleltessék, hanem az átárazódástól tartva inkább időben előrébb hozzák azt.

A munkavállalói jövedelmek mellett érdemes megemlíteni a tulajdonosi jövedelmek nagyságát is. Ugyan a rendelkezésre álló jövedelem a vizsgált időszakban a rendelkezésre álló jövedelem 8-12%-át teszi ki, a vizsgált időszak második felében jelentősen növekedett ez a kategória. 2017-et megelőzően a tulajdonosi jövedelmek nem érték el az 1500 milliárd forintot éves szinten. Azonban 2018-ban már több mint 2000 milliárd forintos volt ez a tétel, amely a vizsgált időszak végére több mint a duplájára emelkedett.

3.3. HÁZTARTÁSI MEGTAKARÍTÁSOK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSI FORMÁKBA ÁRAMLÁSA

2018-tól a háztartások megtakarítási rátája tartósan és jelentősen 10% fölött alakult, amint azt a 9. ábra is bemutatja. Ilyen jelentős ráta mellett a háztartások vagyona is számottevő növekedésen ment keresztül a vizsgált időszakban. A vagyon növekedés növekvő megtakarítási ráta mellett valósult meg. A 10. ábra bemutatja a háztartások pénzügyi vagyonának alakulását a vizsgált időszakban, néhány releváns pénzügyi eszközön keresztül, amelyek kulcs szerepet játszanak a lakossági megtakarítások elhelyezésében.



10. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek állományi alakulása
Forrás: Saját szerkesztés, háztartások pénzügyi számlái alapján (MNB Statisztika)

Statisztikai szempontból az el nem költött jövedelmet automatikusan megtakarításként kell figyelembe venni, tehát, az azonnal valamilyen pénzügyi instrumentumban realizálódik. A 10. ábrán látható, hogy vizsgált időszak egészen a megtakarítások legnagyobb részét bankbetétekben helyezték el, emellett a háztartások jelentős vagyont tartanak még a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokban is. Az utóbbi állománya azért jelentős, mert ebbe a kategóriába sorolják az állampapírokat is. A grafikonon a növekedést az állampapír állománybővítése okozta, amely a korábban is említett indokokra, a belső forrásokat előtérbe helyező és azokra támaszkodó gazdaságpolitikára, a gazdasági növekedésre, a megtakarítások növekedésére, a vonzó hozamokra, az egyre egyszerűbb állampapírvásárlásra, és többek között az

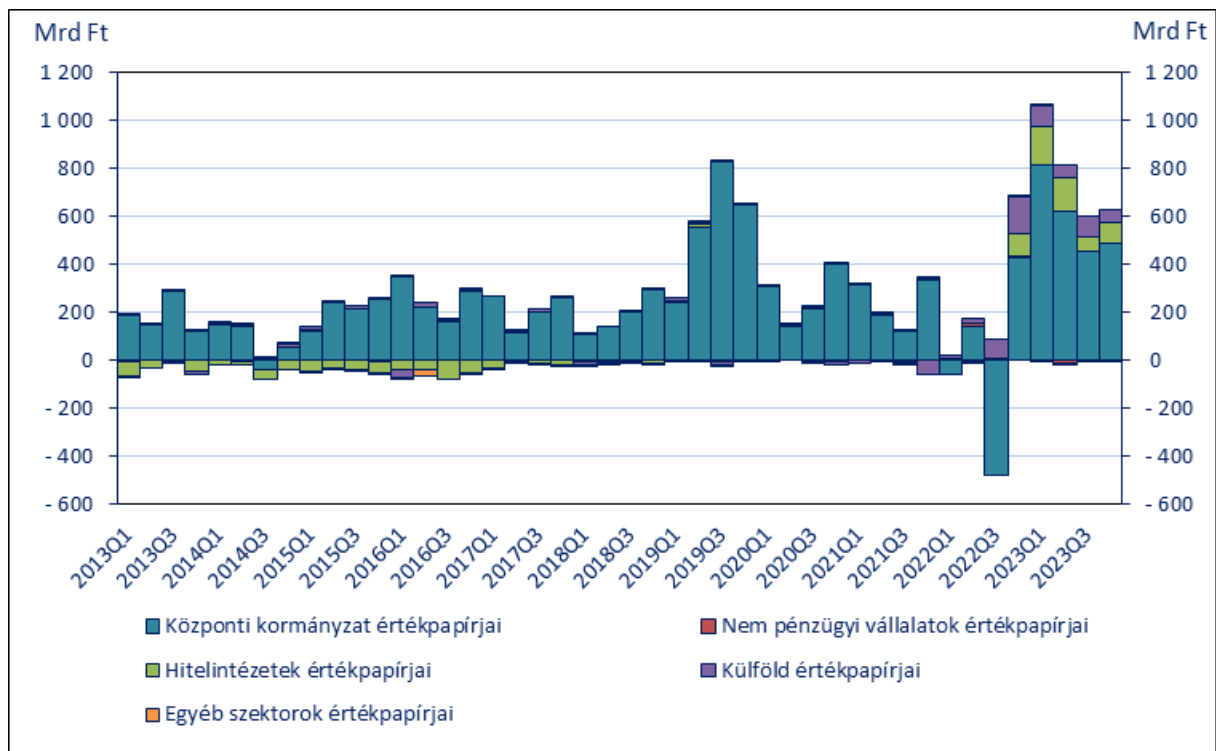
adómentes kamatjövedelemre vezethető vissza. Ezeken kívül jelentősen befolyásolta az állományt a szabályozási környezet változása, valamint az infláció alakulása, amely tényezőket a következőkben fejtek ki. A tőzsdei részesedések állománya meglehetősen alacsony a többi instrumentumhoz képest. Az előző fejezetben megállapításra került, hogy a háztartások második legnagyobb jövedelmi forrása a tulajdonból származó jövedelem. A rendelkezés abból származik, hogy a 10. ábrán nem került feltüntetésre, többek között, a nem tőzsdei részesedések állománya. Ennek egyik oka az, hogy egyszerűen ez az adat nem releváns a vizsgálatom szempontjából. A másik ok, pedig az, hogy a nem tőzsdei részesedéseket nem lehet piaci értéken nyilvántartani, ami jelentősen befolyásolja az állomány elemezhetőségét, valamint a többi instrumentumhoz való hasonlíthatóságát. Információhiány és az értékelés lehetetlensége miatt ezek az állományok korrigált sajáttőkeértéken kerülnek a pénzügyi számlákba, amíg a többi instrumentum állományai megfigyelt piaci értéken, vagy felhalmozott kamatokkal növelt bruttó piaci értéken mutatnak ki.

A 10. ábra az állományi alakuláson túl szemlélteti a magyar háztartások kockázatvállalási képességeit, és a kockázathoz való hozzáállását is. Jól látszik a tőzsdei részvények a többi instrumentumhoz viszonyított alacsony hányadáról, hogy a lakosság kifejezetten elutasítja a magas kockázattal járó eszközök tartását. Ugyanakkor a befektetési jegyek jelentős állománya arra enged következtetni, hogy habár ezek az instrumentumok magasabb kockázattal járnak, mint a betétek, a háztartások hajlandók a vagyonuk számottevő részét ebben az eszközben tartani, vélhetően a betéteknél magasabb, piaci hozam elérése érdekében. Mindezek mellett az is egy további indok, hogy a lakosság körében van igény arra, hogy szakemberek fektessék be a háztartási vagyont.

A háztartások által tulajdonolt hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kategóriájába több pénzügyi eszköz is besorolható. Itt tartják nyilván az állampapírokat, a hitelintézeti értékpapírokat, és többek között a külföldi értékpapírokat is. Érdeemes megjegyezni, hogy habár az állampapír, pontosabban a rövid lejáratú állampapír, a CAPM modell szerinti legbiztonságosabb instrumentum, a háztartások mégis a vizsgált időszak egészen betétekben tartották vagyonuk igen jelentős részét, annak ellenére, hogy az állampapírokkal magasabb hozamokat lehetett elérni. Ezen irracionálisra utaló viselkedés egyrészt magyarázható az alacsony pénzügyi tudatosság és pénzügyi kultúra szintjével, kisebb mértékben az információ vagy ismeret hiányával, és a bizonytalansággal. Ezen felül magyarázható azzal, hogy a háztartások jövedelmének meghatározó része jóeséllyel a folyószámla betétre érkezik, amiből kifelé hajlandóak lemondani az elérhető hozamról a fizetőképesség megtartása jegyében.

Megállapítható tehát, hogy a magyar háztartások erősen kockázatkerülők, ugyanakkor a lakosság a kockázatmentességnél is jobban preferálja a likviditást.

A szakdolgozatomban a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kategóriáján belüli eszközök állományai kerülnek előtérbe a következőkben. A 11. ábra részleteiben mutatja be a háztartások hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjainak instrumentum szerinti megoszlását, valamint az ezekben az instrumentumokban végbement tranzakciók számát.

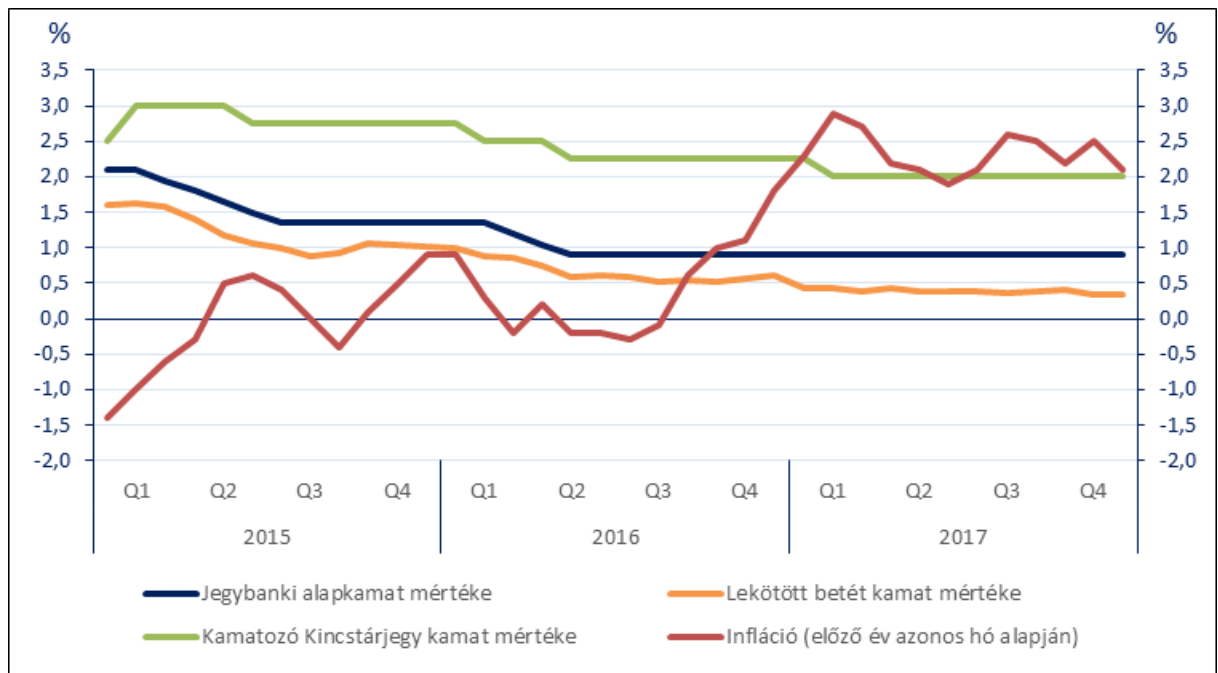


11. ábra: A háztartások hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjaiban végbement tranzakciók számai
 Forrás: Saját szerkesztés, Háztartások pénzügyi számlái alapján (MNB Statisztika)

A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokon belül a legnagyobb arányú tétel kimagaslóan az állampapír. Ezen felül a 11. ábrán látható állampapír tranzakciószámok alakulása alapján megállapítható, hogy a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok a vizsgált időszak egészen tartó, figyelemre méltó állománynövekedését az állampapírokba áramló megtakarítások idézték elő. Megállapítható, hogy a magyar háztartások legjelentősebb értékpapír kitettsége a vizsgált időszak domináns részén az állampapírokban testesült meg. Ez ugyancsak alátámasztja a lakosság kockázatkerülő attitűdjét.

A 11. ábra tranzakciószámok grafikonján jól látszik, hogy voltak olyan, jól elkülöníthető időszakok, amelyekben számottevően több értékpapír került értékesítésre, mint a kevésbé

forgalmas időszakokban. Ezen tranzakciók természetesen különböző állampapírok állományát bővítette, így a növekedés indoka is különbözőek. Először 2016-ban látunk korábban sosem látott, a 400 milliárd forintot közelítő értékesítési mennyiséget. A fő indok, hogy feltehetően a meghozott intézkedések ekkorra fejtették ki lényegesen a hatásukat. Azonban további tételekre is visszavezethető a növekedés. A 12. ábra bemutatja az alapkamat, évesített betéti kamatok, az Egyéves Magyar Állampapír kamatának, valamint az infláció alakulását 2015 és 2017 között.



12. ábra: Alapkamat, lekötött betétek évesített kamatának, kamatozó kincstárjegy kamatának és az infláció alakulása 2015 és 2017 között

Forrás: Saját szerkesztés, MNB Statisztika és allampapir.hu lakossági kamat statisztika alapján
 Letöltés ideje: 2024.10.15., link: <https://www.allampapir.hu/kamatok>

A negatív, de legalább is rendkívül alacsony inflációt produkáló években vonzó alternatíva lehetett, az alig kamatozó bankbetétekkel szemben az állampapír, főleg, hogy ekkoriban igen alacsony volt a kamatkörnyezet is. Az alapkamat 2011-től kezdve 7%-ról csökkent, egészen 2016-ig, amikor még az 1%-ot sem érte el az irányadó eszköz (0,9%), majd újabb kamatemelési ciklus majd csak 2021-ben kezdődött. A csökkenő alapkamatot a defláció, de legalább is a rendkívül alacsony infláció elleni küzdelemmel lehet magyarázni. 2017-ben azonban ez megváltozott, ezután 2-3% között mozgott az infláció, azonban ez még mindig épphogy az inflációs célsáv (2-4%) alsó határa körül alakult, értelmetlen lett volna a szigorítás a jegybank részéről. A 2015-ös, 2016-os, 2017-es években jellemző volt, hogy jelen-

több kockázat vállalás nélkül 0% közeli nominális kamatot lehetett már csak elérni bankbetéteken. Korábban, 2013-ban a lekötött betéteken is 5-4%-os kamatlábak érvényesültek, azonban ezek rátája is erősen a 0 felé tartott 2016-17-ben. Ellentétben a betétekkel az akkori egyik népszerű rövid lejáratú állampapíron, a Kamatozó Kincstárjegyen akár 2-3%-os reálkamatot is elérhettek a lakossági befektetők, amíg nem kezdett el növekedni az infláció. Általánosságban elmondható, hogy jól voltak árazva az állampapírok, nem csoda, hogy folyamatos kereslet volt rájuk. Továbbá a kiemelkedő tranzakciós szám mögött az általános népszerűség növekedésén túl a más, alacsony kockázatú alternatívák gyengébb hozama húzódik.

Visszatérve a 11. ábrához, 2019-ben és 2023-ban is jelentős volt az állampapírokba áramló tőke. Ezek a kiugró adatok mindkét esetben valamelyest egy-egy bizonyos állampapír konstrukcióhoz köthető, azonban a kiváltó ok különbözik. Ezeken felül a 2019-ben hozott Szja. törvény módosítás eltörölte a 2019. június 1-je után kibocsátott lakossági állampapírok kamatbevétele és árfolyamnyeresége utáni 15%-os kamatadót. Ezen módosítás hatálya kiterjedt 10 állampapír konstrukcióra, amely papíroknál ezek a tételek nem minősülnek kamatjövedelemnek, amely azért fontos, mert a később, 2023-ban meghozott módosítás, ugyanebben a törvényben, előírja a magyar állampapírok kamatjövedelme utáni szociális hozzájárulási adó fizetését. Azonban, mivel a lakossági állampapírokból származó kamatbevétele vagy árfolyamnyereség nem minősül jövedelemnek a 2019. június 1-je után kibocsátott papírok esetében, így teljes egészében adómentességet élveznek az ezeket az instrumentumokat vásárlók. A szabályozói környezet változásán felül a népszerűséget továbbá egy friss konstrukció megjelenése is fokozta. Szintén 2019. júniusában, az adómentességgel párhuzamosan megjelent a Magyar Állampapír Plusz (továbbiakban, MÁP+) nevű új instrumentum, amely a korábbiakhoz képest jóval kedvezőbb kamatozást biztosított a befektetőknek. Az 5 éves futamidőn fix, sávós kamatozás jellemezte ezt a papírt, az új sorozattal közel 3 200 milliárd forintnyi új forrást tudott vele bevonni az ÁKK. A népszerűség alapvetően abból fakadt, hogy a többi értékpapírral ellentétben a konstrukció hosszútávra progresszív kamatozást biztosított, amely utolsó lépcsőben 6%-os kamathozamot ígért. A konstrukció ezzel arra motiválta a befektetőket, hogy lejáratig tartsák a papírt, így hozzájárulva az államadósság kiszámíthatóbb és fenntarthatóbb finanszírozásához. Tehát a 2019-es robusztus tranzakciós számot az adómentesség, valamint az új, jobbnak ítélt kamatozású sorozat megjelenése produkálta.

A 2019-es állománynövekedés javában a szabályozási környezet változásával, új konstrukció megjelenésével magyarázható, ellentétben 2023-mal, amikor is ezek az indokok inkább

átbillennek külső, az adósságkezelőn és a kormányon kívüli eseményekre. Továbbá, 2022-ben, a robosztus, 2023-as tranzakciókat megelőzően látható egy számottevő kiáramlás is, amely a hirtelen lakossági állampapír átrendeződésre vezethető vissza, ezt a későbbiekben részletesen is kifejtem. A lakossági állampapírok közül vannak olyan termékek, amelyek kamatozását valamilyen referenciahozam vagy referenciaként használt mutató határozza meg. A Prémium Magyar Állampapír (továbbiakban, PMÁP) konstrukció kamatát is így módon állapították meg, kamatbázisként veszik az előző év éves átlagos inflációját. Ezen tulajdonsága miatt vált a papír egyik évről a másikra hirtelen népszerűvé, hiszen 2022-ben az átlagos éves infláció már 14,5% volt, amely a konstrukcióból adódóan, egyben a PMÁP kamatbázisát is jelentette a 2023-as évre. A 11. ábrán a 2022 végén látható negatív érték az értékpapírokban történt átrendeződés eredménye, hiszen a lakosság jellemzően visszaváltotta más állampapírjait, hogy a PMÁP konstrukcióból vásároljon 2023 elején, amikor is a tranzakciószámokban újfent rekordközeleki értékek láthatók.

3.4. LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR KONSTRUKCIÓK ÖSSZEHALONLÍTÁSA

Állampapírokat a Magyar Állam bocsát ki, a Magyar Állam nevében ezt a funkciót pedig az ezzel megbízott állami vállalat látja el, ahogyan már korábban is említésre került, az ÁKK. Az ÁKK a magyar lakosságnak szánt értékpapírokat korlátozott befektetői körnek értékesíti, intézmények nem vásárolhatnak belőle, ezért is a név, „lakossági állampapír. Ez a korlátozás, a korábban sokat emlegetett politika mentén nyeri értelmét, miszerint az államháztartás finanszírozását belső forrásokra kell áttéríteni. Ahogyan korábban említettem, állampapírokat sorozatokban bocsátanak ki. Ezáltal megvan a lehetősége arra a kibocsátónak, hogy amennyiben változás történik, például a kamatkörnyezetben, akkor erre ugyan azon állampapír egy újabb sorozatában „reagálni” tudjon. Így nem kell új állampapír konstrukciót kialakítani, hanem egy következő sorozatban tudja a kibocsátó az új kamatkörnyezethez igazítani a kondíciókat.

Az ÁKK egyik stratégiai célja, hogy az államadósság 20-25%-át magyar lakossági állampapírok tegyék ki. Ezen stratégiai cél eléréséhez az árazás mellett a lakossági termékpaletta igen széles körét alkották meg, amelyek vásárlása ideális lehet a kockázatot nem szívesen vállaló, de vagyonukat kamatoztatni kívánó háztartások számára. A vizsgált időszakban az állampapír piacon 11 jelentős állampapír konstrukcióból válogathatott ezen befektetői kör, amelyből 5 termék hosszú és közép lejáratú, valamint 6 termék rövid lejáratú. A 4. táblázat bemutatja az összehasonlításra kiválasztott hosszú és közép lejáratú állampapírok 2021. és 2023. között kibocsátott sorozatainak jellemzőit.

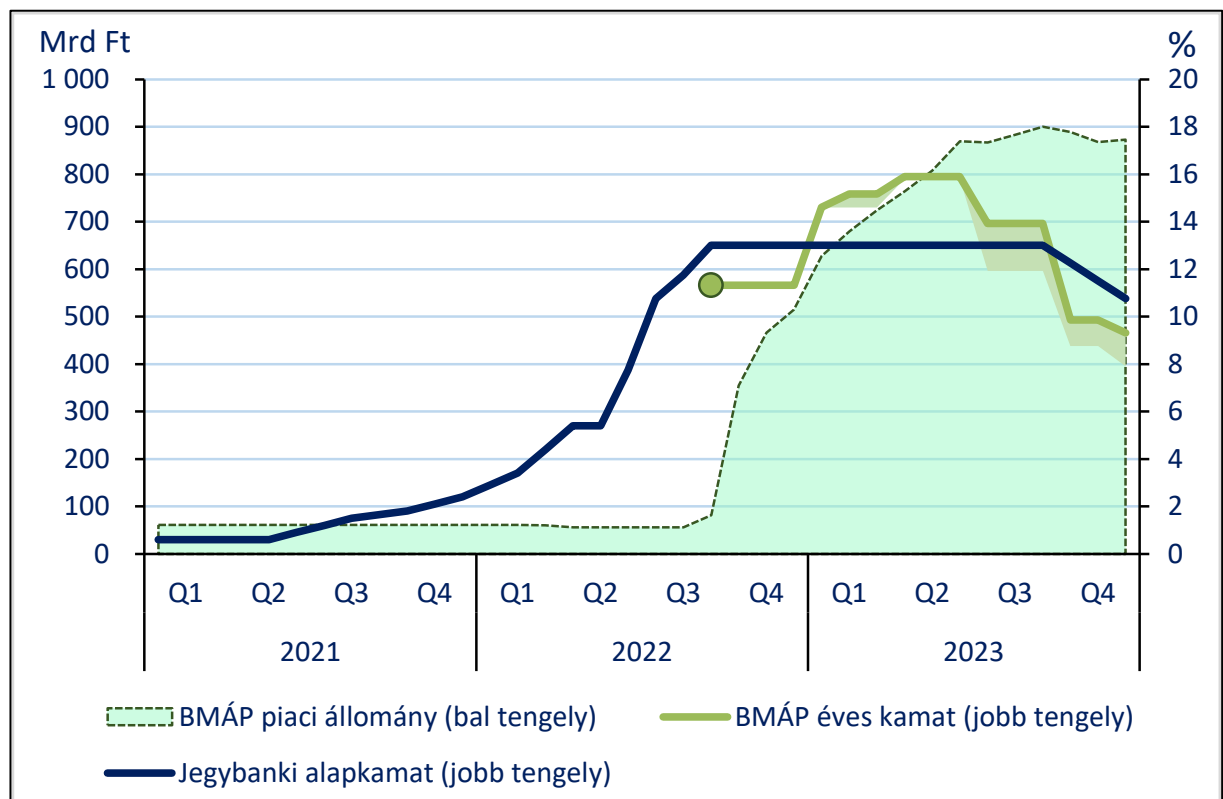
4. táblázat: Hosszú és közép lejáratú lakossági állampapírok bemutatása

	Kamatozás	Kamatfizetés gyakorisága	Névérték (Alapcímlet)	Futamidő	Forgalomba hozatal módja
MÁP +	Fix, sávós	Első évben kétszer, aztán évente	1 Ft	5 év	adagolt kibocsátás, jegyzés útján, dematerializált
BMÁP	Változó	Évente négyszer	1 Ft	3 és 5 év	adagolt kibocsátás, jegyzés útján, dematerializált
PMÁP	Hibrid és Változó	Évente	1 Ft, és 1 000 Ft	Az időszakban bocsátottak ki 3, 5, 6, 7, 8, 9 éveseket	adagolt kibocsátás, jegyzés útján, dematerializált

Forrás: Saját szerkesztés, az egyes értékpapírok nyilvános ajánlattételei alapján

A hosszú és közép lejáratú konstrukciók közül a 4. táblázatban látható három terméket választottam ki összehasonlításra. Azért ezek a papírok kerültek az elemzésbe, mert egyfelől ezek a kötvények bírtak a legnagyobb állománnyal 2021 és 2023 között, másfelől pedig a PMÁP és BMÁP konstrukciók kamatlábai valamilyen referencia érték alapulvételével alakulnak ki. Ezeken felül pedig további indok, hogy a MÁP+ és PMÁP állományokban számottevő ártrendeződés zajlott le, amit később kifejték és megmagyarázok. Ezeket az állampapírokat sorozatokban bocsátják ki, tehát időbeli eltéréssel, ugyan azt az értékpapír sorozatot értékesítik. Továbbá, van egy, a nyilvános ajánlattételükben meghirdetett, forgalomba hozni kívánt keretösszege, amelyből címletekben jegyezhető az állampapír. Ugyan ebben a dokumentumban fektetik le többek között, a sorozatra érvényes kamatozási kondíciókat, a futamidőt, a kezdő- és a lejárat napjával, valamint a névértéket, és a forgalomba hozatal módját. Fontos kiemelni, hogy az azonos név alatt kibocsátott különböző sorozatok az olyan meghatározó elemekben, mint a kamatláb mértéke és a futamidő eltérhetnek, és el is térnek. A Bónusz Magyar Állampapír (BMÁP) esetében az utolsó négy 3 hónapos diszkont kincstárjegy aukciók átlaghozamainak, az értékesített mennyiséggel súlyozott számtani átlagát veszik referenciahozamként. Ezen referencia hozam felett a befektetőket jutalmazza még egy a sorozatban előre megállapított kamatprémiummal is. A 2021-2023-as időszakban először 2022-ben bocsátottak ki újra BMÁP sorozatot, ekkor a kamatprémium 1% volt, de későbbi sorozatokban 1,5-2,5%-os kamatprémium is elérhetővé vált. A 13. ábra bemutatja

a BMÁP piaci állományainak, éves kamatlábának, valamint a jegybanki alapkamat alakulását 2021 és 2023 között.



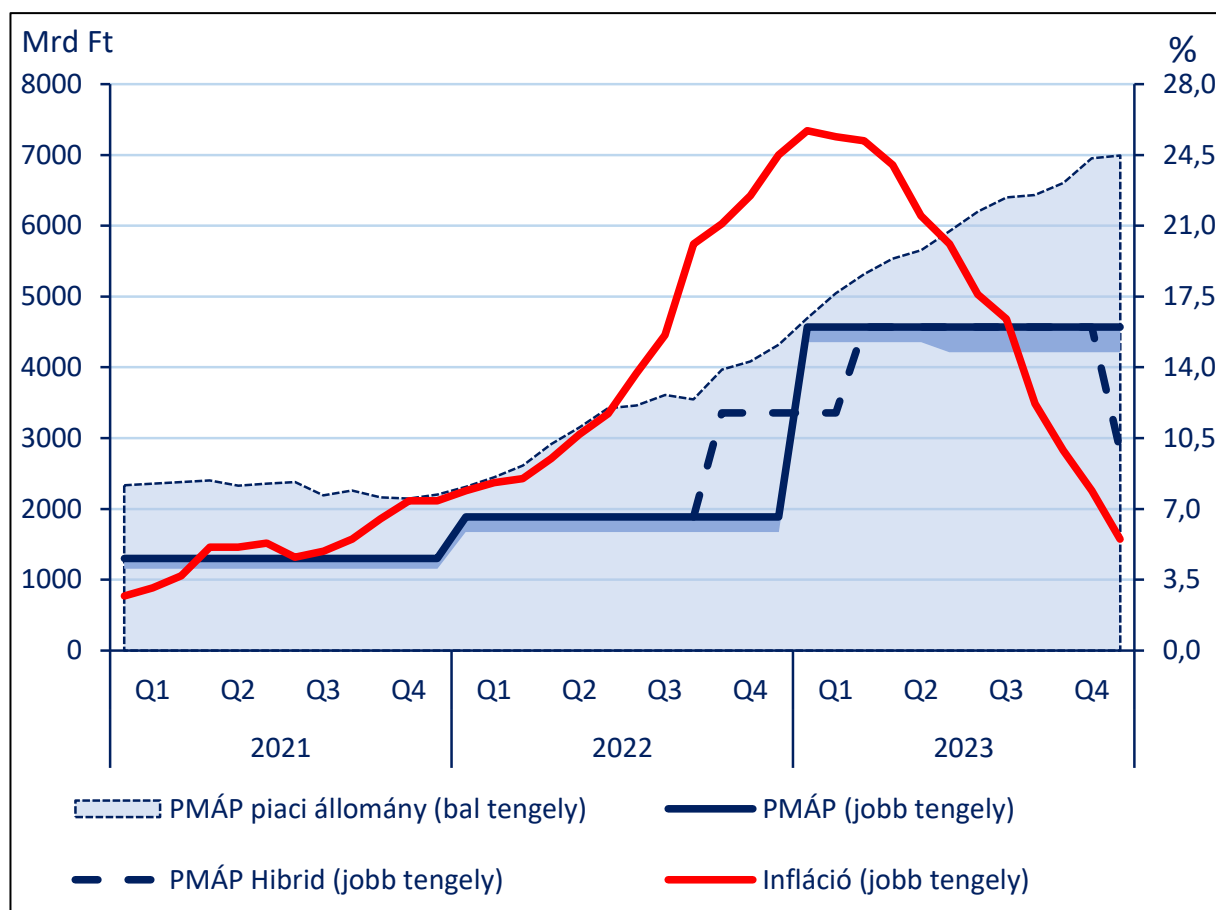
13. ábra: A BMÁP piaci állomány, BMÁP éves kamatláb, valamint a jegybanki alapkamat alakulása 2021. és 2023. között

Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok, BMÁP nyilvános ajánlattételek, és MNB Statisztika alapján

A 13. ábra szemlélteti, hogy habár 2022-t megelőzően is bocsátottak már ki BMÁP-ot, ezek a sorozatok, a piaci állományokból kiindulva, nem voltak annyira népszerűek. Az újbóli kibocsátás láthatóan nagyobb összegeket tudott megmozgatni, különösképpen azért, mivel 2019 májusa óta nem lehetett a BMÁP konstrukcióból vásárolni, így az állomány is stagnált. A kialakult 10% feletti hozamra pedig a befektetők vásárlással reagáltak. Ahogy korábban említésre került, a BMÁP kamatbázisát diszkont kincstárjegy referencia hozam alakítja. Emiatt a 13. diagramon bizonyos időszakokban a BMÁP hozamát egy sávban határoztam meg. Ennek egyik indoka, hogy a 2022 szeptemberét követő sorozatokban eltérőek a kamatprémiumok, másik indoka pedig, hogy sűrűbben tartanak diszkont kincstárjegy aukciókat mint BMÁP sorozat kibocsátást. Diszkont kincstárjegy aukció pedig minden héten van, keddenként, így az időeltolódásból az adódik, hogy az új sorozat kamatlábának mértéke

eltér a már piacon lévő sorozatétól. A kamatkörnyezet alakulása, a többi pénzügyi eszközosztály mellett, jelentős ráhatással van a diszkontkincstárjegyek aukcióin kialakuló átlaghozamra is. Ezért láthatunk bizonyos mértékű együttmozgást a BMÁP éves kamatlába és a jegybanki alapkamat alakulása között. 2023 közepétől kezdődően csökkenést látunk a BMÁP kamatláb alakulásában, amely feltehetően az infláció csökkenésére adott reakció. 2023 Q4-re az előző év azonos időszakán, havi alapon mért infláció egyszámjegyűvé válik, amely alapján a piac már az ebből fakadó alapkamatcsökkentést kezdte el beárazni.

A Prémium Magyar Állampapír (PMÁP) esetében a kamatbázist alkotó referencia mutató a kamatmegállapítás évét megelőző éves átlagos, százalékban kifejezett infláció. Ehhez a kamatbázishoz adnak hozzá egy bizonyos kamatprémiumot, amely az egyes sorozatokban a különböző lejáratok miatt különböző lehet, a rövidebbeknél 0,25% és 0,75% közötti, a hosszabbaknál 1% és 1,5% közötti. 2022 október 19-én azonban megjelent az első PMÁP sorozat, melynek első kamatperiódusára, amely fél év volt, fix kamatozás érvényesült. A következő hibrid kamatozású sorozatot már 2023 november 30-án bocsátották ki. Ebben a sorozatban azonban az első kamatperiódus már másfél éves hosszúságú, szintén fix, 9,9%-os éves kamattal. A 14. ábra a PMÁP piaci állományait, a végig változó kamatozással és hibrid kamatozással kibocsátott sorozatok éves kamatlábait, valamint az előző év azonos időszakán, havi alapon mért inflációt szemlélteti.

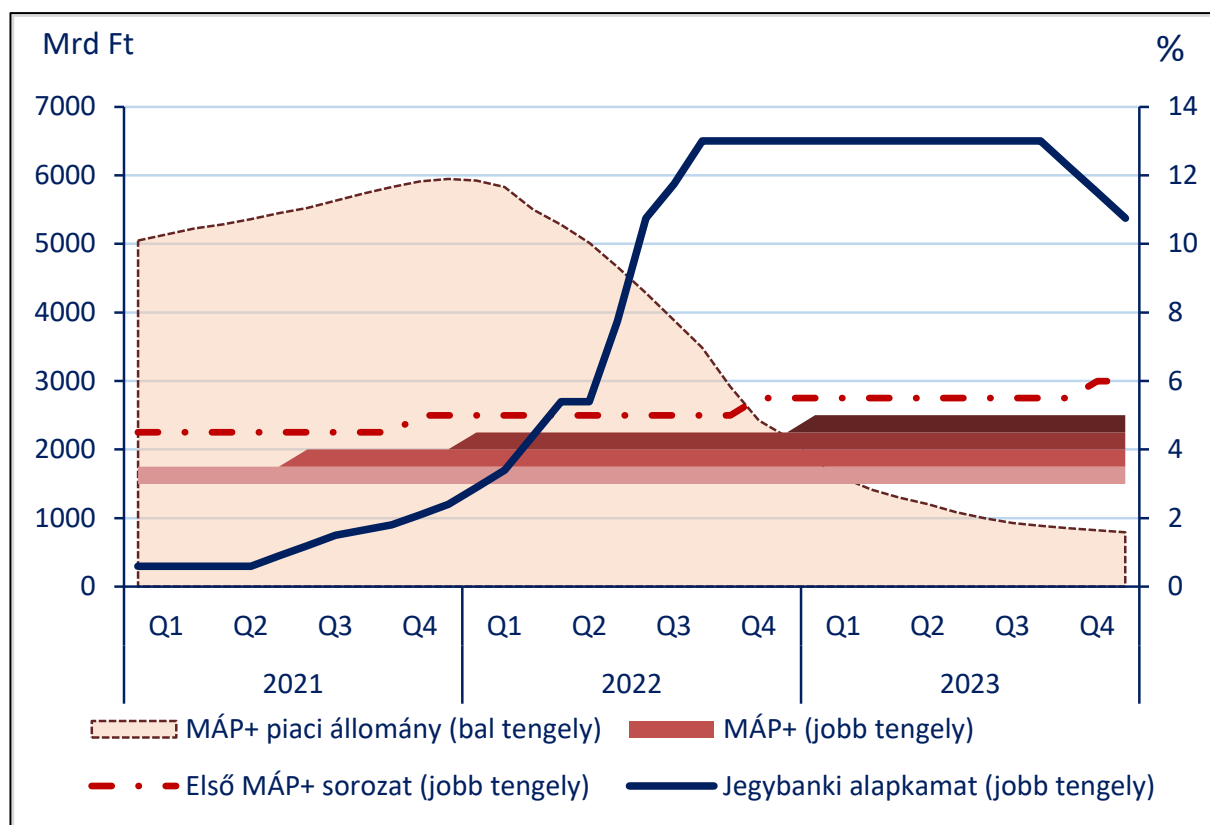


14. ábra: A PMÁP piaci állomány, PMÁP éves változó és hibrid kamatláb, valamint előző év azonos időszakán, havi alapon mért infláció alakulása 2021 és 2023 között
 Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok, PMÁP nyilvános ajánlattételek, és MNB Statisztika alapján

A 14. ábrán a PMÁP hozamát egy sáv megadásával illusztráltam, mivel a rövidebb és hosszabb sorozatokat is számba vettem, viszont, ahogy korábban is említésre került, ezek eltérő kamatprémiummal rendelkeznek. A 14. ábrán észrevehető, hogy az infláció már 2021-ben elhagyta a tolerancia sávot (2-4%), a rá következő évben pedig már a 20%-ot is az előző év azonos időszakához mérten. Amíg az éves átlagos infláció 2021-ben 5,1% volt, addig 2022-ben már 14,5%, majd 2023-ban újra növekedett és 17,6%-on állt. Ez alapján a PMÁP hosszabb lejáratú sorozatok hozamai, mivel az előző évi éves átlagos inflációt veszi kamatbázisként, 2023-ra elérték a 16%-ot. Mindenképp hozzá kell tenni, hogy egy év alatt úgy érvényesült ekkora kamatláb, hogy állampapír mivoltából, elvileg csupán elenyésző bizonytalanság övezte ezt a hozamot. Visszautalva a szakirodalmi feldolgozásra, elméletben a 3 hónapos diszkont kincstárjegyet tekintjük teljesen kockázatmentesnek. Visszatérve, ez a tetemes hozam még meglepetésszerűen sem érthette a lakosságot, hiszen már 2022-ben érkeztek havi alapú inflációs adatok, amiből következtetni lehetett, hogy kiemelkedő lesz a

következő évben a kamatláb. Emiatt 2022-ben elkezdődött, és 2023 végéig töretlenül növekedett a PMÁP piaci állománya. A vágatós inflációval súlytott időszakban (2022-2023), ahogy korábban írtam, kétszer is történt olyan kibocsátás, amelyben érdemi változtatás volt a kamatozási illetően. A 2022-ben kibocsátott hibrid sorozat fix periódusának éves kamata 11,75%, a 2023 november 30-ával forgalomba hozott új sorozatban viszont a fix periódus éves kamata már csak 9,9%, futamideje pedig 9 év. Ez utóbbi, 2032/I nevű sorozatban továbbá az előző évi változtatáshoz képest még történt módosítás, amely értelmében ez a fix kamatot kínáló periódus már nem fél, hanem 1,5 éves hosszúságú. Így ezen fix periódus 2025 április 22-ig tart, ennek következtében az erre az időszakra érvényes időarányos kamatláb 13,8%. A 2022-es hibrid sorozat után még kibocsátottak ki végig „infláció követő” sorozatokat, azonban 2023 novembere után megmaradt az a gyakorlat, miszerint első periódusra, amely már 1,5 év, fix kamatozást kínálnak a befektetőknek. Így a 2023 novembere után kibocsátott állampapírokról elmondható, hogy nem a 2023-as éves átlagos inflációt „lekövetve” kamatoznak.

A Magyar Állampapír Plusz (MÁP+) esetében fix kamatozásról beszélhetünk. Ez azt jelenti, hogy a futamidő egészére előre meghatározásra kerülnek a kamatozással kapcsolatos feltételek. Ezen felül a MÁP+ progresszív sávós kamatozással rendelkezik, amely értelmében az idő előrehaladtával a kamatláb növekszik. A 15. ábra a MÁP+ piaci állományait, az elérhető éves, lépcsős kamatokat, az első, 2019-ben kibocsátott sorozat kamatlábjának, valamint a jegybanki alapkamat alakulását szemlélteti 2021 és 2023 között.

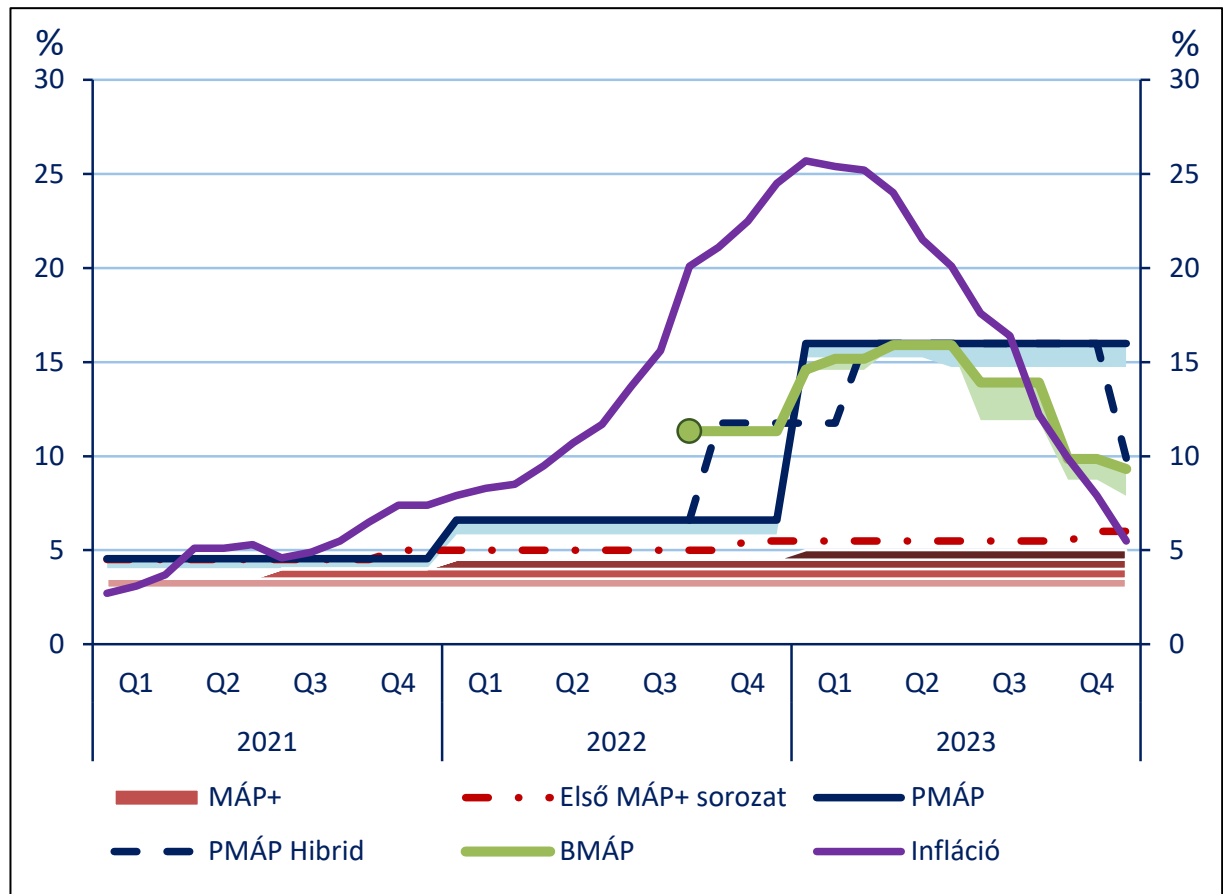


15. ábra: A MÁP+ piaci állományok, MÁP+ első sorozat és 2021-től aktuális sorozatainak, valamint a jegybanksi alapkamat alakulása 2021 és 2023 között

Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok, MÁP+ nyilvános ajánlattételek és MNB Statisztika alapján

Az 15. ábrán a MÁP+ sorozatok kamatláb alakulását sávok diagramokkal jeleztem, mert MÁP+ sorozatokat hetente folyamatosan bocsátottak ki az időszakban, így a kamatlábak lépcsőzetességében is a folyamatosság érvényesül. A 2021-ben kibocsátott értékpapírok 2023-ra már évi 5%-os kamatláb mellett futottak, azonban az időszakban az infláció a 25%-ot is meghaladta. Az ilyen mértékű pénzromlás egyértelműen valamilyen magasabb hozamot biztosító eszköz felé tereli az állampapír piacon is a megtakarításokat. Jobban kamatozó alternatíva pedig volt jelen a piacon, például a PMÁP konstrukció. Ezen túl, a fix kamatozásból eredően, a kamatkörnyezet változás hatására ez az értékpapír még a progresszív kamatozás mellett is kiárazódott. A 2019-ben lefektetett kamatozási kondíciókat értelemszerűen a 2019-ben belátható időtávon alakuló kamatkörnyezethez próbálták igazítani. Azonban ezek a kondíciók még 2023-ban is ugyan azok voltak. Emiatt a 2022-ben kibocsátott sorozatok már rég nem azt a kamatkörnyezetet tükrözték, amelyek 2022-ben kialakultak. Az előbbieken részletesen bemutatásra kerültek a kiválasztott állampapírok piaci állományainak és hozamainak alakulása. Érdekes ezeket a konstrukciókat egymással összevetni

és megvizsgálni, hogy egymáshoz viszonyítva hogyan alakultak az éves hozamok. A kiválasztott állampapírok 2021 és 2023 között kibocsátott sorozatainak éves kamatlábainak, valamint az előző év azonos időszak alapján mért havi infláció alakulását a 16. ábra mutatja be.

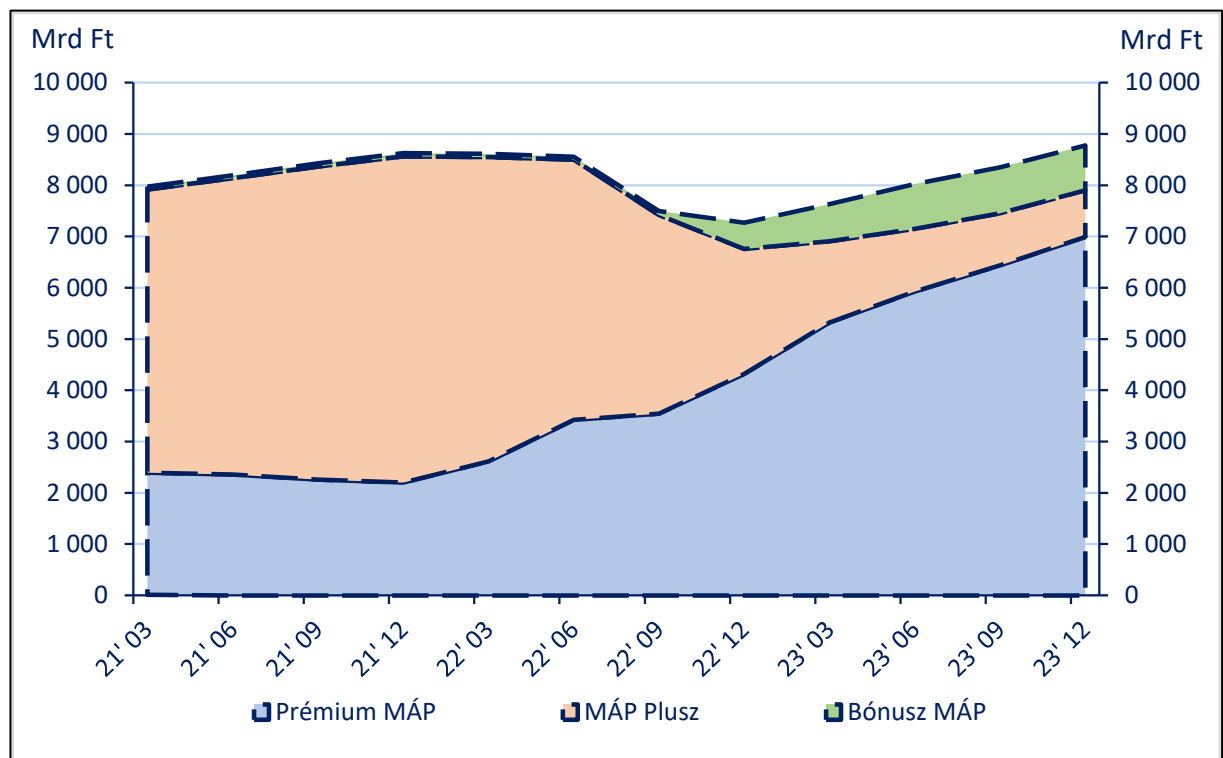


16. ábra: 2021 és 2023 között kibocsátott, kiválasztott állampapírok éves kamatlábának és az infláció alakulása

Forrás: Saját szerkesztés, egyes állampapírok nyilvános ajánlattételei alapján

A 16. ábráról megállapítható, hogy 2021 és 2023 között alig lehetett ezekkel a lakossági állampapírokkal reálhozamot elérni. A MÁP+ hozamaival kapcsolatban már korábban is megállapításra került, hogy nem a legmegfelelőbb eszköz a vásárlóerő megtartásában. A BMÁP konstrukcióra áttérve, ezek a sorozatok már magasabb éves hozamot jelentettek, azonban a jövő évre ez már nem biztos, hogy elmondható. 2023 2. negyedévtől kezdve jelentős csökkenést látunk a kamatlábban, amely trend folytatódott 2024-ben is, feltehetően reagálva az alapkamat csökkentésekre. A PMÁP konstrukció viszont igen népszerű lett 2022-t követően, egyértelműen a konstrukcióból adódó előnyeit használták ki. Azonban

fontos megjegyezni, hogy az infláció feletti kamatprémium nem feltétlen jelent pozitív reálhozamot. Például 2022-ben a kamatbázis 5,1% volt, ugyanebben az évben a fogyasztói árindex pedig 14,5%-on állt. 2023-ban az ezzel a konstrukcióval elérhető maximum hozam 16%, az éves átlagos infláció pedig 17,6% volt. Ezt alapul véve, 2024-re 18%-ot meghaladó kamatláb érvényesül, és az MNB 2023 szeptemberi inflációs előrejelzése szerint ebben az évben az éves átlagos infláció a 3,5-3,9% között alakulhat. A 20%-ot meghaladó infláció mellett nagyon nehéz dolga volt a lakossági befektetőnek, hogy vásárlóerejét megtartsa. Kénytelen volt beérni azzal, hogy legalább a következő évben kompenzálja az erősen negatív reálhozamot, amit a többi állampapír alternatívához képest, a PMÁP konstrukcióval tudott megtenni leginkább. A 17. ábra bemutatja a hosszú és közép lejáratú állampapírok piaci állományait.



17. ábra: A PMÁP, MÁP+ és BMÁP piaci állományainak alakulása 2021 és 2023 között
 Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok alapján

Az elszálló infláció és az ezzel növekvő PMÁP hozam következménye az lett, hogy az állampapír állományokon belül, a PMÁP és MÁP+ konstrukcióban óriási átrendeződés zajlott le. Ahogyan a 17. ábrán látszik, 2022 végén a lakossági befektetők számottevő része kivonta a MÁP+ konstrukcióban levő vagyonának döntő részét. Ezzel magyarázható a korábbi 11.

ábrán, a 2022 Q3-at követő negatív tranzakció szám, hogy aztán 2023 elején vásárolni tudjanak a PMÁP, korábban többször említett rendkívüli kamatozású sorozataiból. Ezt követően soha nem látott magasságokba emelkedett a lakossági állampapír állomány, hajszálnyira a 12 000 Mrd Ft-tól, hozzátéve, hogy ebből az állományból 7 000 Mrd Ft a PMÁP konstrukcióban kamatozik. A kiemelkedő adat lényegében annak köszönhető, hogy ha egy közel kockázatmentes eszközön lehetett 15%-ot meghaladó hozamot elérni, akkor irracionális lett volna nem ebbe az eszközbe fektetni. Ennek hatására nem csak átrendeződés történt, hanem új forrásokat is kötöttek le ebben az állampapírban. Jelentősen hozzájárultak ehhez az olyan egyszeri támogatások, mint a 2022 elején megvalósult szja-visszatérítési program, vagy a 13. havi nyugdíj, valamint a béreket tartósan érintő minimálbér emelések és az adómentesség a lakossági állampapírok hozamait illetően.

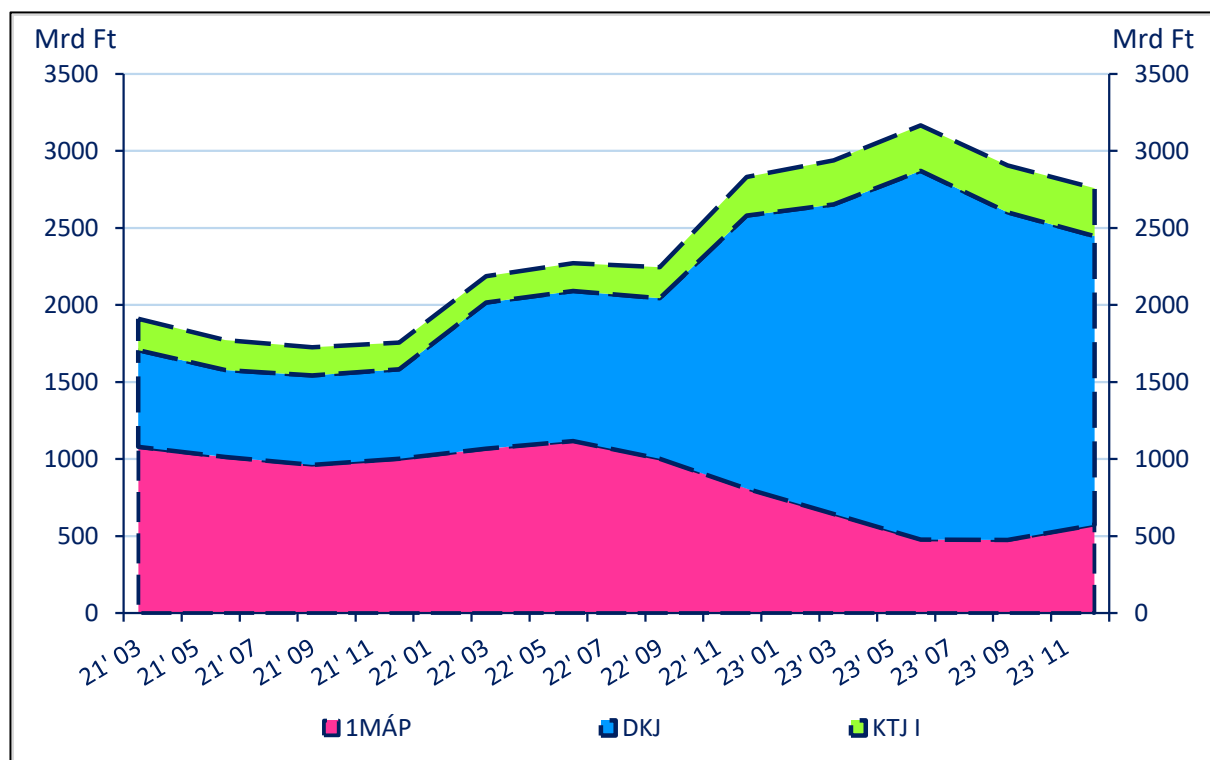
Az előzőekben részletesen kifejtettem, a hosszú és közép lejáratú állampapírok hozam és állományi alakulásainak összefüggéseit. A következőkben a kiválasztott rövid lejáratú értékpapírokat elemzem. Alapvetően a rövid lejáratú állampapírokra azért van szükség, hogy az államháztartás likviditási igényeit lehessen kezelni, ezek a rövid finanszírozási igények áthidalására alkalmas eszközök. Az 5. táblázat bemutatja az összehasonlításra kiválasztott rövid lejáratú állampapírok 2021. és 2023. között kibocsátott sorozatainak jellemzőit.

5. táblázat: Rövid lejáratú lakossági állampapírok bemutatása

	Kamatozás	Névérték (Alapcímlet)	Futamidő	Forgalomba hozatal módja
DKJ	nem kamatozik, diszkonttal, névérték alatt kerül kibocsátásra	10 000 Ft	3, 6 és 12 hónapos	aukció útján, dematerializált
KTJ I	Fix, sávós	10, 50, 100, 500 ezer Ft, és 1 millió Ft	1 év	folyamatosan kibocsátott, okirati formában előállított
1 MÁP	Fix	10 000 Ft	1 év	folyamatosan kibocsátott, jegyzés útján, dematerializált

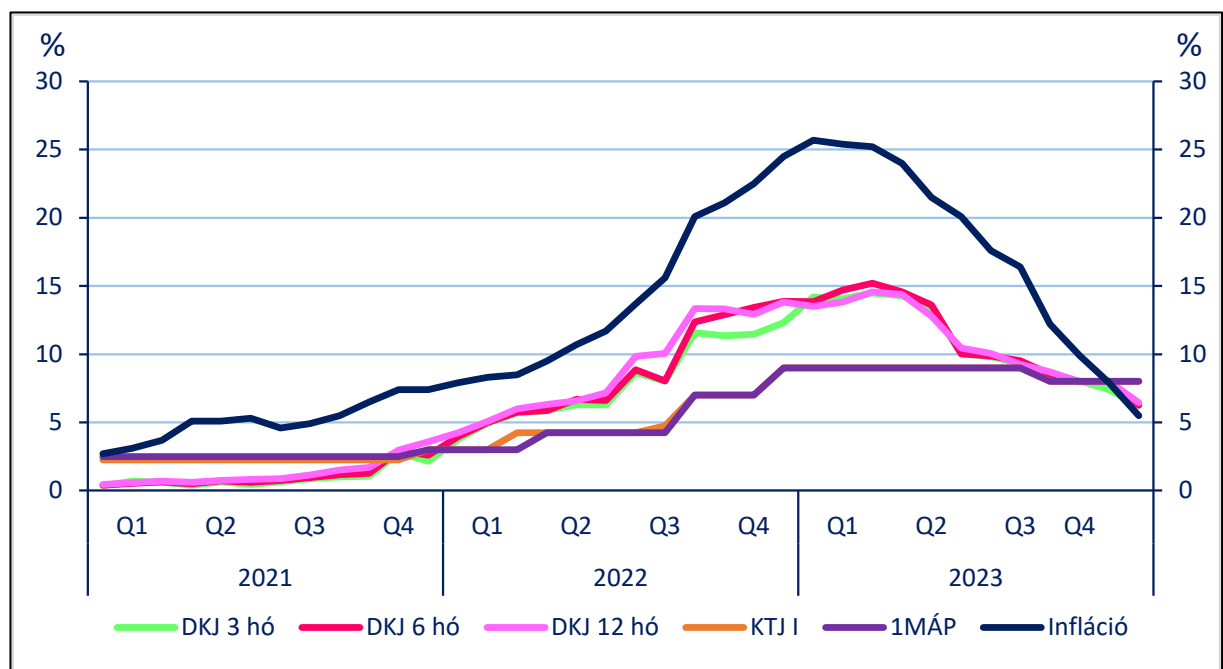
Forrás: Saját szerkesztés, egyes értékpapírok nyilvános ajánlattételei alapján

A rövid lejáratú konstrukciók közül az 5. táblázatban látható három terméket választottam ki összehasonlításra. A rövid lejáratú papírok közül is a 2021 és 2023 közötti legnagyobb piaci állománnyal rendelkezőket választottam ki elemzésre. Ezeknél a papíroknál a legszembetűnőbb különbségek egyike, a forgalomba hozatal módja. Az 1 éves Magyar Állam Papírt (1MÁP), jegyzés útján, kerül kibocsátásra, tehát a forgalomba hozatal előtt meg tudja vásárolni a befektető. 1MÁP sorozatokat folyamatosan, nagyjából hetente bocsátottak ki, így tulajdonképpen bármikor lehetett belőlük vásárolni. Az 1 éves Kincstári Takarékjegyek (KTJ I) esetében a többivel ellentétben nincs dematerializáltság, kizárólag okirati formában vásárolható az értékpapír a fizikai forgalmazóhelyeken, például a Magyar Postánál. A diszkont kincstárjegyek (DKJ) aukciói pedig a 3 hónapos lejárat esetében hetente, a 6 és 12 hónapos lejáratok esetében pedig kéthetente kerül megrendezésre. Az aukciók elméleti lényege, hogy összesítse a keresletet, majd ezekből az árajánlattételekből akkora diszkonttal és akkora mennyiségben fogad el az állam, amekkora éppen a likviditás kezeléséhez szükséges. A 18. ábra bemutatja az 1MÁP, a KTJ I és DKJ piaci állományait 2021 és 2023 között.



18. ábra: Az 1MÁP, DKJ és KTJ I piaci állományainak alakulása 2021 és 2023 között
 Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK piaci állományok alapján

A hogyan a 18. ábra illusztrálja, az állampapír piacon kínált rövid lejáratú eszközökben sokkal kisebbek az állományok, mint hosszú és közép lejáratú eszközökben. Nincs is szükség rá, hogy ezek a hosszabbak állományaihoz közeledjenek, hiszen ezek az eszközök csak likviditás kezelésre alkalmasak. Ezt jól alátámasztja a folyamatos, a hosszabb lejáratúaknál kisebb összegben meghirdetett és/vagy aukciókon elfogadott mennyiségek. 1MÁP-ot jellemzően 10 Mrd Ft-os összegekben, KTJ-ket jellemzően nagyobb, 100 Mrd Ft-nál is több keretösszegben hirdettek meg, azonban utóbbiak értékesítési időszakai is jóval hosszabbak voltak 1-2 hétnél. A DKJ aukciókon többnyire a 10-20 milliárd forintban meghirdetettektől nem sűrűn tértek el az elfogadott mennyiségek. Számottevő növekedést a DKJ-k állományában tapasztalunk, ez egyértelműen a megnövekedett kamatkörnyezetre reagáló piaci hozamnövekedésre vezethető vissza. Azonban a 2023 végétől a piacon is egyre inkább érvényesülő alapkamatcsökkenés újra a fix kamatozású eszközök népszerűségének növekedésére ad okot. Ebből kifolyólag 2023 második felében lassú állománybővülést tapasztalunk az 1MÁP és KTJ esetében. Az egyes rövid lejáratú állampapírok 2021 és 2023 közötti referenciahozamait, és éves kamatlábakat a 19. ábra mutatja be.



19. ábra: A DKJ-k referenciahozamainak, a KTJ, valamint 1MÁP éves kamatlábainak alakulása 2021 és 2023 között.

Forrás: Saját szerkesztés, ÁKK referenciahozamok, valamint allampapir.hu lakossági kamat statisztika alapján

Link: <https://www.allampapir.hu/kamatok>, Letöltés ideje: 2024.10.08.

Az időszakban bekövetkezett kamatkörnyezet változás kifejtette hatását a rövid piaci eszközökre, így a rövid állampapír konstrukciókra is. Ezt jól alátámasztja a 19. ábrán felfedezhető, bizonyos fokú, együttmozgás az alapkamat és az eszközök hozamai és éves kamatlábai között. A DKJ-k aukciókon kialakult hozamai szemmel láthatóan érzékenyebben reagálnak a jegybanki alapkamat alakulására. Emiatt egy jó éven keresztül a diszkontkincstárjegyek hozamai 10-15% között alakultak. Ebből kifolyólag a 2022-es, 2023-as években jellemzőbb volt a meghirdetettektől sokszor jóval nagyobb elfogadott mennyiségek, ezzel reagálva a robosztus benyújtott ajánlatokra. A másik két állampapír éves kamatlábai szoros együttmozgást mutatnak, de lényegesen eltértek a DKJ hozamoktól. A kamatlábak még a 10%-ot sem érték el, amely meglátszik a piaci állományok alakulásában is.

A rövid lejáratú papíroknál, mivel sűrűbb időközönként bocsátották ki őket, mint hosszabb lejáratú társaikat, a kamatkörnyezet változására rövidebb idő alatt lehet reagálni, rugalmasabban lehet a kamatlábakat alakítani. Ezért alakult ki az a gyakorlat, miszerint rövid lejáratú állampapírok között nincs változó kamatozású, valamilyen mutatóhoz kötött konstrukció, hiszen értelmetlen lenne, és a hosszabbaknál pedig kettő is van.

4. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

A szakdolgozatomban kitértem a vizsgált időszakban bekövetkezett háztartási megtakarítások alakulására és állampapír állományváltozásokra. A vizsgálatban elvégzett elemzésben szükségesnek tartottam makrogazdasági faktorokat is analizálni, annak érdekében, hogy minél teljesebb képet tudjak nyújtani a lakossági állampapír állomány változásának okairól, hiszen ezek a szempontok befolyásolják a lakosság megtakarítási képességét is. Bemutásra kerültek olyan nemzetgazdasági sajátosságok, meghozott döntések és egyedi értékpapír tulajdonságok, amelyek ráhatással voltak mind a megtakarításokra mind az állampapír állományokra.

Ide tartozik a belső források bevonása mentén történő adósságfinanszírozási politika, amelynek gyakorlati megvalósulása az ÁKK stratégiai céljaiban tükröződik. Ezen politika pedig egy 2013-ban helyesen azonosított probléma hatására forrotta ki magát. A nagy pénzügyi válság hatására az államadósság denominációs szerkezetében túl nagy volt a deviza szerepe, valamint a tulajdonosi szerkezetben is a külföldi szektor dominált. A finanszírozási probléma megoldására indított programok sikeresen végbementek, látszódní kezdett az állampapírok iránti belföldi háztartási kereslet élénkülés. A folyamatos kereslet elsődleges hajtómotorja a más pénzügyi alternatívákon felüli árazásban testesült meg. A kiemelkedő árazásra azonban jelentős tér nyílt a folyamatosan csökkenő kamatkörnyezetben és alacsony finanszírozási igénnyel működő államháztartás mellett. Az ezt követően beinduló gazdasági növekedés, emelkedő bérek, meglátszottak a jövedelmi és fogyasztási adatokban is. Jelentősen elkezdett növekedni a megtakarítási ráta, és a háztartási pénzügyi vagyon is gyarapodott. Ezen vagyon szerkezeti alakulásában, az állampapírok térnyerése mellett további két tényező körvonalazódik. Egyfelől alátámasztást nyer a szakirodalmi feldolgozásban is vizsgált kockázatkerülő magatartás a pénzügyi portfólió megválasztása során. Másfelől a vagyon összetételében a nem, vagy alig kamatozó bankbetétek dominanciája tükröződik. Előtérbe kell helyezni ezen állomány mérséklését, továbbra is motiválni kell a háztartásokat, hogy valamilyen kamatozó eszközt is válasszanak a bankbetétek tartása mellett. Erre potenciálisan jótékony hatással lehet az általános pénzügyi kultúra további fejlesztése.

A vizsgálati részre áttérve, megállapítható az állampapír állományok és hozamok alakulásából, hogy a lakossági befektetők az állampapír piacon a legmagasabb hozamot kínáló eszközöt részesítik előnyben. Az állampapír portfóliójukban, jelentősen elfogultak a kiemelkedő hozamot kínáló konstrukciókkal szemben. Ebből arra lehet következtetni, hogy minden,

mögöttes állami garanciavállalással ellátott értékpapírt ugyanolyan elenyésző kockázatúnak tartanak, így még racionálisabb a hozam maximalizáló magatartás. Azonban, a PMÁP konstrukció 2022-től érvényesült példájával élve, figyelemre méltó, hogy az államháztartás elszálló költségvetési hiányán és a megnövekedett kamatkörnyezeten keresztül a kamatkiadásokra telepedett nyomás sem rendítette meg az állami garanciavállalásba vetett bizalmat. Feltételezhetően a költségvetési hiány alakulásában nem láttak kockázati tényezőt a lakossági befektetők, a vizsgált időszak végére kialakult inflációban pedig annál inkább. Ebből kifolyólag a fő motivációs faktor a vásárlóerő megtartása, a pénzromlás szempontjából kritikus, 2022-2023-as időszakban. A negatív reálhozam csökkentésére pedig a legalkalmasabb állampapírpiazi eszköznek a PMÁP bizonyult, aminek konstrukciójából adódóan legalább a következő években ellentételezni lehetett az éves vásárlóerő csökkenést. Kijelenthető, hogy az az egyén, aki nem tartotta valamilyen kamatozó, vagy hozamot hozó eszközben a vagyonát, elszenvedője lett az infláció hatásának, és reálértéken elvesztette pénzügyi vagyona harmadát az említett kettő év alatt.

Ami azonban a háztartásoknak vásárlóerő megtartást jelentett, az államháztartásnak jelentős kamatkiadásokat. Az ÁKK stratégiai céljai elérése érdekében, pedig jól kellett árazni a konstrukciókat, ezzel is tovább erősítve a motivációt belföldön a lakossági termékek iránt. Azt érdemes hozzátenni, hogy így a kamatkiadások egy számottevő szelete, közel 20%-a, csak a lakossági állampapírokon keresztül belföldön realizálódik. Ezt még kiegészíti a diszkont kincstárjegyek után fizetendő hozamok egy része. Habár közvetve erősítik a belföldi keresletet, de ezek a tételek még ugyan úgy a költségvetés kiadás oldalát nehezítik. Különösen az utóbbi időkben, számottevő részben a PMÁP konstrukció hozzájárulásával, jelentettek egyre aggasztóbb kamatterhet. Lépéskényszerben találta magát az adósságkezelő, hiszen habár a költségvetésben szükség volt a finanszírozásra, belföldről csak olyan eszközökön volt lehetőség forrást bevonni, amik az infláció, vagy a kamatkörnyezet miatt nagyon megdrágultak. 2022-23 legnépszerűbb termékén, a PMÁP-on átvezetett módosítások, az értékesítési korlátok, futamidő kinyújtás és az első periódusban fix kamatot kínáló sorozat megfelelő megoldásnak tűnt arra, hogy finanszírozható maradjon a rendszer. A végbement változtatások arra engednek következtetni, hogy a lényeges elem, a mutatóhoz kötött változó kamatozás számottevő megmásítása nélkül valahogyan enyhíteni kellett a kamatfizetésből és a csökkenő infláció utáni várható visszaváltási hullámból adódó jövőbeli államháztartási terheket. Ennek eredményeképp az ÁKK a konstrukció rendszeréből egészen egy-

szerűen „kivette” a rendkívül magas, kamatbázist meghatározó inflációs hatást a közeljövőbeli kötelezettségeiből. Előre mutató kérdés, hogy ez az átmenet hogyan hatott az olyan kritikus elvekre, mint a transzparens és kiszámítható működés és a lakossági bizalom. További kérdéskört képez ezek után az óriási, PMÁP-ból származó lakossági kamatfizetés utáni helyzet alakulása. Kurali Zoltán, ÁKK Zrt. vezérigazgató egy a Portfolio.hu által szervezett befektetési konferencián Árgyelán Ágnes kérdésére elmondta, hogy nem számít tömeges PMÁP visszaváltásra. Azonban, ha ez mégis bekövetkezne, akkor is vannak jelentős, likviditáskezelésre, áthidalásra alkalmas szabad állományok, valamint az ármeghatározás funkció is érvényesülhet. De a szakember gondolatmenetét kifejtve, arra számít, hogy a magas infláció csillapodásával a kamatszintek is mérséklődnének, így kiárazódna a húzótermék előnye és az alternatívák kerülnének előtérbe.

Habár a rendkívüli időszak elmúlni látszik, de a stratégiai célok még mindig ugyanazok. Ezek egyike, hogy az államadósság finanszírozásában tartani kell a lakossági állampapírok 20-25%-os részarányát, ennek eléréséhez pedig mindig az ÁKK kezében van az ármeghatározási funkció. Ezen funkciót pedig óvatosan kell érvényesíteni, hiszen ennek következtében alakult ki az állampapír piacon egy nem kívánatos gyakorlat. A vizsgált időszakban kétszer is kialakultak a legjobb kamatkondíciókat kínáló húzótermékek, amelyekbe messze a legtöbb forrást allokálták a háztartások. Kuralli szavaiból arra lehet következtetni, hogy nincs szükség újabb „szuperállampapírra”, inkább állampapír portfólió kiépítésére kellene motiválni a lakossági befektetőket.

5. ÖSSZEFOGLALÁS

Az állampapírok a kockázatkerülő egyének számára egy kiváló választás lehet, a mögöttes állami garanciavállalás belföldi befektetők széles körét motiválta a vásárlásra. Az államnak megnövekedett kockázati faktorokkal kell számolnia a külföld felé történő eladósodás esetén, így az államadósság finanszírozásába még erőteljesebben be kell vonni a háztartási megtakarításokat. Ennek ellenére a változékony gazdasági környezet jelentős ráhatással volt a háztartási megtakarítások és a háztartási vagyon alakulására. A vizsgálatom célja az állampapír állományváltozásokat kiváltó okok feltárása és bemutatása, amelyet egy széleskörű makro vizsgálattal alátámasztottam. Elemeztem a magyar államadósság alakulását különböző finanszírozási szempontokból, valamint a lakossági megtakarítások tendenciáját, áramlását és az ezekre ható tényezőket. Továbbá összehasonlítottam az egyes lakossági állampapír konstrukciókat.

A szakirodalmi feldolgozásban megállapításra került, hogy az állam a nemzetgazdaságban betöltött szerepének eredményeképp jellemzően deficittel működik. A finanszírozási igényének teljesítésével, az adósság kezelésével kapcsolatos feladatokat az Államadósság Kezelő Központ teljesíti. Ez magába foglalja az állampapírok kibocsátását is, amely funkciót az ÁKK a Magyar Állam nevében lát el. Az adósságkezelő a működését átfogó stratégiai célok mentén valósítja meg, amely célok, többek között, a devizaadósság arányának alacsony szinten tartása, valamint a lakossági állampapírok (lakossági befektetők) kiemelt szerepe, a lakossági állampapírok súlyának növelése. A háztartások befektetői szerepvállalásának vizsgálatával kapcsolatban a legrelevánsabb elmélet, a permanens jövedelem koncepciója szerint a háztartások a jövőbeli várakozásaikhoz igazítják megtakarításaikat, ezáltal növekvő bevétel esetén növekszik a megtakarítási ráta is. Ezt kiegészíti Fisher eszméje az elérhető reálkamatokról, hiszen a befektető jellemzően azért mond le a jelenbeni költekezésről, hogy a jövőben reál értelemben többet tudjon fogyasztani.

A vizsgálatban az államadósság több finanszírozási szempontból került elemzésre. A tulajdonosi szektorok szerinti megoszlásában egyértelmű a javulás, a denominációs megbontás alapján viszont a kezdeti javulást később megtörték a deviza forrás bevonások. Az alacsony finanszírozási igény trendje megtört, jelentős nyomás alá került az államháztartás. A figyelemre méltó kilengést a háztartási megtakarítások sem tudták ellentételezni, annak ellenére, hogy folyamatos gyarapodás tapasztalható, amely a pénzügyi vagyonban is jól megfigyelhető. A növekvő pénzügyi vagyonon belül pedig növekedett az állampapírok részaránya is.

Jól elkülöníthető időszakokban tapasztalható egy-egy kiugrás a tranzakciós számokban, amelyek egyértelműen a legjobb hozamot biztosító konstrukciók megjelenésére vezethetők vissza. Az infláció elszabadulásával világossá vált, hogy az államháztartást megnövekedett finanszírozási igényét belföldről csak a nagyon megdrágult infláció követő lakossági termékek, a Prémium Magyar Állampapíron keresztül érkező forrásokkal lehet biztosítani.

A háztartások megtakarítási hajlandóságával kapcsolatban a permanens jövedelem elmélete érvényesült, hiszen alátámasztást nyert a növekvő jövedelem melletti növekvő megtakarítási ráta. Azonban a vizsgálati eredmények a Fisher elmélettől részleges eltérést mutattak a 2022-2023-as időszakban. Negatív reálhozam érvényesült a piacon, és inkább a vagyoni vásárlóerejének megtartására törekedtek a háztartások, semmint annak felélésére. A betéti alternatívákra felül árazott állampapírok iránt folyamatos kereslet mutatkozott a vizsgált időszak egészen. Az állományváltozások legfontosabb, konkrét kiváltó oka azonban valamilyen kiemelkedő hozamú konstrukció kibocsátása volt. Megállapításra került, hogy mivel a lakossági befektetők egyen kockázatúnak tartanak minden állampapírt, ezért mindig a legmagasabb hozamú eszközbe allokálják a vagyoniuk legjelentősebb részét. Ezt a gyakorlatot tovább erősítette az infláció emelkedésével egyre népszerűbbé váló, infláció követő állampapír, amelynek legfontosabb funkciója, a vásárlóerő megtartása volt. Azonban ami vásárlóerő megtartást jelentett a háztartásoknak, az óriási finanszírozási problémákat az államháztartásnak. Lépéskényszerben találta magát az adósságkezelő, amely keretében az infláció követő konstrukció lényegi elemének, a mutatóhoz kötött változó kamatozás módosítását eszközölték. Előremutató kérdés, hogy a 2025 elején, a PMÁP kamatfizetések után, hogyan, milyen irányba alakul az állampapírpiac.

6. SZAKIRODALMI JEGYZÉK

2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről

Andor György (2018): Üzleti gazdaságtan. Akadémiai Kiadó, Budapest.

Aswath Damodaran (2002): Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second Edition. John Wiley & Sons, Inc. New York.

Balogh Eszter – Kékesi Zsuzsa – Sisak Balázs (2019): A háztartások befektetési döntéseinek vizsgálata nemzetközi adatokon. Hitelintézeti Szemle. 18. évfolyam, 1. szám

Bánfi Tamás (szerk.) (1997a): Pénzügytan I. SALDO Pénzügyi Tanácsadó és Informatikai Rt, Budapest

Bánfi Tamás (szerk.) (2009): Pénzügytan – Egyetemi tankönyv. Tanszék Pénzügyi Tanácsadó és Szolgáltató Kft., Budapest

Bárczi Judit – Dr. Sóvágó Lajos (2019): Befektetések alapjai – Oktatási segédanyag. Gödöllő

Bárczi Judit – Sóvágó Lajos – Borszéki Éva (2018): Vállalati pénzügyek alapjai – Oktatási segédanyag Gödöllő

Benczes István és Kutasi Gábor (2016): Költségvetési pénzügyek. Akadémiai Kiadó, Budapest

Bodnár István et al (2016): Az Önfinszírozási program eredményei. Magyar Nemzeti Bank, Az Önfinszírozási program első két éve, Tanulmányi kötet. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-az-onfinanszirozasi-program-első-két-eve-tanulmányi-kötet.pdf> , Letöltés időpontja: 2024.05.12.

Bod Péter Ákos (2012): Pénzügyi alapok. Magyar Szemle Alapítvány, Budapest

Briglevics Tamás – Hegedűs Annamária (2023): A lakossági portfólió változása inflációs környezetben az MNB felmérésének tükrében. Hitelintézeti Szemle. 22. évfolyam, 2. szám

Erdős Mihály – Mérő Katalin (2016): Pénzügyi közvetítő intézmények. Akadémiai Kiadó, Budapest.

Franco Modigliani (1986): Life Cycle, Individual Thrift, and the wealth of Nations. American Economic Association

Katona Klára (szerk.) (2019): A pénzügyi közvetítő rendszer funkciói. Wolter Kluwer Hungary Kft. Budapest.

John Maynard Keynes (1936): The General Theory of Employment, Interest, and Money. Palgrave Macmillan Ltd.

Kevin Petley (2014): Investment Advice Diploma Learning Manual – Securities, Chartered Institute for Securities & Investment, London

Kicsák Gergely (2016): Lakossági állampapírok – Stabilabb finanszírozás. Magasabb ár? MNB Szakmai cikk. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-lakossagi-allampapirok-stabilabb-finanszirozasi.pdf> , Letöltés időpontja: 2024.04.12.

Kolozsi Pál Péter (2015): Önfinszírozási program: jegybanki eszközökkel az ellenállóbb magyar gazdaságért, Polgári Szemle, 2015. December – 11. évfolyam, 4-6. szám. Link: <https://polgariszemle.hu/archivum/101-2015-december-11-evfolyam-4-6-szam/gazdasagpolitika-jegybankpolitika-allami-ellenorzes/709-oenfinanszirozasi-program-jegybanki-eszkoezoekkel-az-ellenallobb-magyar-gazdasagert> , Letöltés ideje: 2024.05.12.

Központi Statisztikai Hivatal (2017): Miből élünk? – A háztartások pénzügyei. Link: https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/pdf/mibol_elunk14.pdf , Letöltés időpontja: 2024.03.11.

Magyar Nemzeti Bank (2014): Fizetési mérleg jelentés 2014 Április, Budapest, Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/jelentes-a-fizetesi-merleg-alakulasarol-04.pdf> , Letöltés időpontja: 2024.03.20.

Magyar Nemzeti Bank (2020): Miből élünk? A 2020-as háztartási vagyonfelmérés első eredményeinek bemutatása. Link: <https://statisztika.mnb.hu/sw/static/file/vagyonfelmeres-2020-web.pdf> , Letöltés időpontja: 2024.03.15.

Magyar Nemzeti Bank (2022): Versenyképességi jelentés 2022, Budapest, Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/versenyke-pesse-gi-jelente-s-hun-2022-1114-2.pdf> , Letöltés ideje: 2024.04.11.

Magyar Nemzeti Bank (2023): A háztartások pénzügyi adatai 2023, Budapest, Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/a-haztartasok-penzugyi-adatai-2023-hun.pdf> , Letöltés ideje: 2024.04.11.

Martin Mitchell (2018): Capital Markets Programme – Securities, Chartered Institute for Securities & Investment, London

Milton Friedman (1957): A Theory of the Consumption Function. Princeton University Press

N. Gregory Mankiw (2011): A Közgazdaságtan alapjai. Osiris Kiadó, Budapest

N. Gregory Mankiw. (1997): Macroeconomics – 3rd edition. Worth Publishers, New York

Nicholas Barberis – Ming Huang (2001): Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns, The Journal of Finance, Vol. 56, No. 4.

Pálínkó Éva – Szabó Márta (szerk.) (2007): Személyes pénzügyek, Budapest

Pálínkó Éva – Szabó Márta (2008): Vállalati pénzügyek. Typotex Kiadó, Budapest

Palócz Éva – Matheika Zoltán (2014): A háztartási megtakarítások szerepe a gazdaságok stabilitásában és növekedésében. Társadalmi Riport 2014. Link: <https://www.tarki.hu/sites/default/files/adatbank-h/kutjel/pdf/b336.pdf> , Letöltés ideje: 2024.10.09.

Paul A. Samuelson - William D. Nordhaus (2016): Közgazdaságtan. Akadémiai Kiadó, Budapest

Virovác Péter (szerk.) (2015): Magyarország külső adósságállományának és a külföldiek kezében lévő adósságának elemzése. Századvég Gazdaságtudományi Zrt. Link: https://www.parlament.hu/documents/126660/448547/KT_SzG_K%C3%BCls%C5%91_ad%C3%B3ss%C3%A1g%C3%A1llom%C3%A1ny_151030_v%C3%A9gleges.pdf/9d58f840-7851-4ee3-a855-08503b0c9bac , Letöltés ideje: 2024.05.13.

Várnai Tímea – Horváth Dániel – Kuti Zsolt (2019): Honnan rántott elő a lakosság több mint 1200 milliárd forintot a szuperállampapírra? Link: <https://www.portfolio.hu/befektetes/20190729/honnan-rantott-elo-a-lakossag-tobb-mint-1200-milliard-forintot-a-szuperallampapirra-332285> , Letöltés ideje: 2023.11.28.

Végh Klaudia Katalin (2023): Befektetések alapjai - Előadás

Vigvári András (2017): Pénzügy(rendszer)tan. Akadémiai Kiadó, Budapest.

Zvi Bodie – Alex Kane – Alan Marcus (2023): Investments – Thirteenth edition, McGraw Hill LLC, New York

Szász János (2018): Befektetések, kockázatok, folyamatok – Numerikus pénzügyek II, Citromfű Bt., Budapest

worldgovernmentbonds.com - https://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/hungary/?utm_content=cmp-true

